

## Article

---

« La politique monétaire des années 90 : leçons et enjeux »

Charles Freedman

*L'Actualité économique*, vol. 66, n° 2, 1990, p. 147-186.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/601526ar>

DOI: 10.7202/601526ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

---

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <https://apropos.erudit.org/fr/usagers/politique-dutilisation/>

---

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : [info@erudit.org](mailto:info@erudit.org)

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE DES ANNÉES 90: LEÇONS ET ENJEUX\*

Charles FREEDMAN

*Sous-gouverneur*

*Banque du Canada*

### INTRODUCTION

Ces dernières années, il s'est tenu de nombreuses discussions sur divers développements financiers nationaux et internationaux qui ont eu ou qui pourraient avoir des incidences marquées sur la gestion de la politique monétaire. Parmi ceux-là, les plus importants peuvent être regroupés sous les rubriques de «globalisation» et de «libéralisation». Ils concernent, d'une part, la suppression des contrôles sur les capitaux financiers et sur les changes et, d'autre part, un ensemble d'innovations suscitées par des changements de la réglementation ou des marchés qui ont rendu les agrégats monétaires moins stables, sans oublier l'évolution de certains pays vers un régime de taux de change fixe.

Dans ce texte, je jette un coup d'oeil à la fois rétrospectif et prospectif sur la formulation de la politique monétaire. La première partie de l'article donne une vue d'ensemble des principales leçons qui peuvent être tirées de l'histoire de la politique monétaire au cours des deux dernières décennies. La deuxième partie situe les enjeux de la politique monétaire pour la décennie qui débute, et plus spécifiquement les implications de la libéralisation et de la globalisation. Il y a cependant beaucoup de chevauchement entre les changements passés et à venir.

Il convient de mettre d'entrée de jeu l'accent sur quelques grandes conclusions de cette étude. Pour les pays où la politique monétaire opérait principalement par des mécanismes de marché, c'est-à-dire par les canaux des taux d'intérêt et des taux de change, la décennie 90 ne différera pas fondamentalement des deux précédentes au plan de la gestion de la politique monétaire. Certes, il y aura des changements. À titre d'exemple, le rôle des objectifs (cibles) intermédiaires pourra changer, et l'importance relative des taux d'intérêt et des taux de change comme canaux de

---

\* La version en langue anglaise de ce texte a été publiée en 1990 dans *Monetary Policy Issues in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City. La présente version a été préparée par Raymond Théoret, qui a droit à ma vive reconnaissance. Les opinions qui y sont exprimées sont les miennes et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque du Canada. J'ai bénéficié des commentaires de certains de mes collègues de la Banque et de critiques exprimées lors de versions antérieures de cet article. Mais j'assume évidemment la pleine responsabilité des erreurs qui pourraient subsister.

transmission de la politique monétaire pourra être modifiée. Mais, au cours de la décennie 90, les banques centrales ne dévieront pas fondamentalement du cadre de la politique monétaire qu'elles utilisaient au cours de la décennie 80. Par contre, pour les pays qui recouraient aux contrôles quantitatifs ou au rationnement du crédit par le passé, les changements ont été et seront beaucoup plus substantiels. Avec l'abolition des contraintes qui s'appliquent aux marchés et à leurs participants et la suppression des contrôles de change, les contrôles quantitatifs du crédit ne seront désormais plus possibles. Par conséquent, leur politique monétaire devra opérer par les canaux des taux d'intérêt et des taux de change, comme cela est le cas dans le premier groupe de pays. Un dernier groupe fera face aux changements les plus draconiens. Ce sont les pays qui adoptent un régime de taux de change fixe en regard d'un partenaire plus important ou d'un bloc de pays. Dans un monde où les contrôles de change sont inexistants et où la substituabilité entre les actifs est élevée, ces pays n'ont pas d'autre choix que de déléguer le contrôle de leur politique monétaire à leur partenaire plus important ou à la banque centrale de la zone monétaire. En retour, ils importent l'inflation à long terme et la crédibilité de ce dernier. Par conséquent, la pertinence des jugements et des conclusions de cet article pour un pays donné dépend des institutions qui ont existé dans ce pays aussi bien que de leur choix en matière de régime de change.

L'approche qui est retenue ici pour traiter de ces thèmes se veut davantage pratique que théorique, et l'accent porte sur les principaux problèmes auxquels ont fait face et feront face les banques centrales. Le but de ce texte n'est pas de fournir un traitement exhaustif des thèmes, mais plutôt de donner une vue d'ensemble. Le modèle à la base de cette analyse (paradigme) est celui que la plupart des banques centrales ont suivi ces dernières années, soit un modèle structurel disposant d'une équation de demande agrégée pour les biens, d'une équation de demande de monnaie, et d'une équation de la courbe de Phillips sans arbitrage à long terme, mais dans laquelle les salaires ou les prix répondent aux conditions existant sur les marchés du travail et des biens à court terme. La formulation des attentes est particulièrement importante dans ce modèle. Celles-ci sont conçues comme une combinaison d'éléments rétrospectifs (adaptatifs) et prospectifs<sup>1</sup>. Bref, ce modèle en est un où, fondamentalement, les marchés ne s'équilibrent pas continuellement à court terme — il y a rigidité des salaires et des prix à court terme mais non à long terme — et où les attentes sont tout au plus partiellement rationnelles<sup>2</sup>. Je suivrai également, pour ce qui concerne le mécanisme de transmission, l'approche de référence dans laquelle la politique monétaire se transmet, en l'absence de contrôle

---

1. Certains modèles, comme celui de Taylor (1980), qui intègrent des contrats de travail espacés et des attentes rationnelles, peuvent donner des résultats similaires à ceux qui supposent des attentes adaptatives. Néanmoins, les attentes adaptatives deviennent, à mon sens, l'un des éléments constitutifs de la vision de l'économie généralement adoptée par les banques centrales.

2. En plus du modèle d'équilibre général avec attentes rationnelles, je passe sous silence les théories du cycle économique «réel» et les nouvelles approches keynésiennes aux fluctuations économiques. Les théories du cycle économique «réel» sont examinées dans Plosser (1989) et Mankiw (1989), et les nouvelles approches keynésiennes sont analysées dans Ball, Mankiw et Romer (1988) et dans Greenwald et Stiglitz (1988).

du crédit et des changes, par des changements de taux d'intérêt et d'autres taux de rendement, mais aussi par des changements de taux de change quand ceux-ci sont libres de flotter.

Un dernier point. Puisque la plus grande partie de mon expérience concerne la politique monétaire canadienne, je vais emprunter beaucoup à l'expérience vécue par l'économie canadienne au cours des deux dernières décennies, soit une économie ouverte et relativement petite, sans contrôle de capitaux, sans plafonds de taux d'intérêt, sans rationnement du crédit, qui laisse flotter sa monnaie, et où la substituabilité entre actifs nationaux et internationaux est très grande. En raison de son caractère très ouvert et de l'absence de contrôles depuis longtemps, l'économie canadienne fait figure de laboratoire utile des événements susceptibles de survenir dans ces économies dont les marchés deviennent moins contrôlés et plus globaux. Je vais aussi faire de fréquentes allusions aux développements de l'économie américaine au cours des deux dernières décennies, notamment au chapitre des réactions à l'abolition des plafonds de taux d'intérêt et en relation avec l'interaction des politiques monétaire et budgétaire.

#### LES LEÇONS DES ANNÉES 70 ET 80

En guise d'introduction à cette rétrospective des leçons qui peuvent être tirées des expériences des deux dernières décennies, il est peut-être bon de rappeler brièvement les idées que les économistes et les banques centrales ont prônées pendant les années 60. Une liste des buts de la politique établie pour cette période mettrait l'accent sur les niveaux de la production et de l'emploi et sur le taux d'inflation. On pensait qu'on pouvait atteindre une combinaison raisonnable de ces variables et stabiliser les revenus réels en ciblant une variable réelle telle que la croissance de la production ou le taux de chômage. Selon cette optique, quand la croissance de la production fléchit et que le taux de chômage augmente, on ajuste les politiques monétaire et budgétaire dans la direction de la détente; quand le taux de chômage diminue et que le taux d'inflation augmente, on durcit les politiques<sup>3</sup>. Avec le recul, il est clair que la tentative de poursuivre un réglage fin de l'économie réelle et d'atteindre des taux de chômage qui se sont en fait révélés trop bas était trop ambitieuse et dépassait les capacités des banques centrales et des gouvernements<sup>4</sup>. Au début de la décennie 70, par exemple, la combinaison des pressions de la demande excédentaire mondiale et des chocs du côté de l'offre a donné lieu à une situation d'inflation très persistante qui a été sans précédent dans les annales de l'après-guerre des pays industrialisés et qui influence encore aujourd'hui les comportements.

La liste qui suit énonce, à mon avis, les principales leçons pour la politique monétaire qui peuvent être tirées de l'expérience des années 70 et 80.

---

3. Plus encore, dans les versions les plus ambitieuses de cette approche, les autorités étaient censées ajuster leurs politiques en fonction des mouvements anticipés du chômage et de l'inflation.

4. De plus, les adeptes d'un arbitrage à long terme entre le chômage et l'inflation ont vu leurs croyances contredites par les événements de la fin des années 60 et durant la décennie 70.

*(1) La politique monétaire devrait adopter une perspective à long terme et mettre l'accent sur une ou plusieurs variables quantitatives nominales ou sur le taux de change nominal et non sur les variables réelles ou les taux d'intérêt.*

*(2) Les attentes inflationnistes s'enracinent au fil du temps et il est très difficile de les éliminer. Par conséquent, face aux pressions de la demande, il est important d'agir à temps pour éviter une accélération de l'inflation ou du moins pour limiter son mouvement ascendant.*

*(3) On doit mettre moins d'accent que par le passé sur les agrégats de la monnaie ou du crédit. Ils peuvent continuer d'apporter une contribution utile à la politique, mais, dans un monde d'innovations, il se peut qu'ils ne puissent servir d'objectifs intermédiaires au sens strict.*

*(4) Dans une économie dont les termes de l'échange subissent des chocs périodiques et importants, les modifications du taux de change nominal peuvent faciliter les ajustements économiques.*

*(5) Quand les politiques monétaire et budgétaire jouent dans des sens opposés, il peut en résulter des fluctuations fort importantes des variables financières, telles que les taux de change et les taux d'intérêt nominaux et réels.*

*(6) Il n'y a pas de solution simple aux chocs défavorables émanant de l'offre.*

J'examinerai maintenant chacun de ces points en détail.

*(1) La politique monétaire devrait adopter une perspective à long terme et mettre l'accent sur une ou plusieurs variables quantitatives nominales ou sur le taux de change nominal et non sur les variables réelles ou les taux d'intérêt.*

C'est peut-être là la principale leçon à tirer de l'expérience de la décennie 70. On peut observer les conséquences de l'accent considérable mis sur les variables réelles en analysant les événements de la décennie à la lumière du modèle de référence. Cibler, disons, le taux de chômage peut se révéler très risqué, car on ne peut jamais connaître avec certitude le taux de chômage naturel (TCNA)<sup>5</sup>. En effet, essayer d'atteindre et de maintenir un niveau de chômage qui est au-dessous du TCNA conduirait à une accélération de l'inflation. Les risques sont particulièrement élevés quand le TCNA se modifie en raison de changements tels que des modifications au chapitre du salaire minimum ou de l'assurance-chômage, ou encore à la suite de mouvements démographiques<sup>6</sup>.

En ciblant une variable quantitative nominale, les autorités peuvent éviter des erreurs cumulatives dans une même direction qui pourraient donner lieu à des résultats défavorables, telle une inflation sans cesse croissante. Une croissance excessive de la demande, qu'elle soit causée par un choc interne ou externe, se traduit par une croissance plus forte que désiré de la variable nominale ciblée par

5. Soit le «taux de chômage non accélérationniste».

6. Rose (1988), Carlson (1988) et Weiner (1986).

la banque centrale. Si l'économie opère en régime de taux de change flexible, il en résulte une hausse des taux d'intérêt et une appréciation de la devise du pays. Ces deux facteurs ralentissent la progression de la dépense nominale. A l'inverse, dans une situation de croissance trop lente de la dépense, les taux d'intérêt auront tendance à diminuer et la devise à se déprécier. Les deux facteurs tendent alors à renforcer la dépense. Dans les deux cas, le mécanisme de transmission s'enclenche par des ajustements au bilan de la banque centrale; à travers des changements de taux d'intérêt, de taux de change et d'effets associés, il affecte la production et les prix.

Les autorités monétaires doivent-elles mettre l'accent sur un agrégat monétaire, un agrégat du crédit, la dépense nominale ou le taux de change nominal? Plusieurs chercheurs se sont penchés sur cette question<sup>7</sup>. La majeure partie de la littérature antérieure a mis l'accent sur les agrégats monétaires et le débat s'est centré sur des sujets tels que le choix entre des agrégats définis au sens large ou étroit, le degré de stabilité des équations de demande de monnaie et des équations de forme réduite qui relient la masse monétaire et la dépense nominale<sup>8</sup>. Plus récemment, on s'est penché de façon plus attentive sur le rôle que pourrait jouer le crédit dans l'orientation de la politique monétaire et sur la possibilité que la dépense nominale serve d'objectif intermédiaire ou de point de mire de la politique<sup>9</sup>.

Sur le plan des modèles formels, on peut avancer des arguments très convaincants pour justifier le recours presque exclusif à la dépense nominale ou, de façon presque équivalente, à un agrégat monétaire dont l'élasticité aux taux d'intérêt est faible et qui entretient une relation stable avec la dépense nominale. De fait, certains ont recommandé avec force le recours à la dépense nominale comme cible des autorités. En plus de garantir un résultat à long terme favorable, le recours à une politique basée sur la dépense nominale permettrait d'éviter des fluctuations cycliques excessives de l'économie à la suite de chocs provenant de la demande. Mais un certain nombre de raisons valables et pratiques ont été avancées pour ne pas cibler directement la dépense nominale<sup>10</sup>. Elles ont trait à la qualité et aux délais de publication des données concernant la dépense nominale, aux rôles respectifs des banques centrales et des gouvernements en matière de responsabilité vis-à-vis la dépense nominale et à l'incapacité des autorités de réaliser de tels objectifs avec précision à court ou à moyen terme. Quoi qu'il en soit, même si les autorités décident de ne pas poursuivre une cible de dépense nominale pour une raison ou pour une autre, il est clair que la dépense nominale est une variable à laquelle on doit porter une grande attention. Après tout, c'est en abaissant la croissance de la dépense nominale au seuil non inflationniste que l'inflation peut être éliminée de l'économie.

---

7. Voir à cet effet: Longworth et Poloz (1986) et les articles cités dans ce texte, de même que Alogoskoufis (1989).

8. B. Friedman (1982), Bernanke et Blinder (1988).

9. Tobin (1980), Gordon (1985a), McCallum (1985).

10. Ando et autres (1985), pp. 6-9.

À l'autre extrême, on retrouve la poursuite d'une cible pour un taux de change nominal ou un panier de taux de change. C'est là une approche convenable pour une petite économie qui est prête à accepter le taux d'inflation qui prévaut dans la grande économie ou le taux moyen d'inflation du groupe de pays auquel elle rattache sa devise. Toutefois, la nature des chocs auxquels une économie est sujette est une question importante dans la décision d'adopter un taux de change fixe ou flottant. A titre d'exemple, les chocs périodiques des cours mondiaux des produits de base par rapport aux prix des produits manufacturés inciteraient un petit pays producteur de matières premières à ne pas lier sa monnaie à un gros producteur de produits manufacturés. En fait, les mouvements du taux de change constituent l'une des voies qui permettent à ce petit pays de s'adapter à de tels chocs. Fixer ou contraindre le taux de change nominal pourrait nuire à l'ajustement dans pareil cas. Je reviendrai sur ces questions plus loin.

*(2) La résistance des attentes inflationnistes et l'importance d'une réaction prompte aux chocs provenant de la demande.*

L'un des enseignements les plus importants de l'expérience des années 70 est qu'il est très difficile d'abaisser le taux d'inflation une fois que le public anticipe que le processus inflationniste poursuivra son cours. La morale repose dans l'importance d'une action prompte pour empêcher l'inflation de s'accélérer en raison des coûts importants de réduire l'inflation une fois que les attentes inflationnistes se sont enracinées.

La résistance des attentes inflationnistes au cours des décennies 70 et 80 peut s'expliquer de deux façons distinctes. Ceux qui croient au modèle des attentes rationnelles et des prix flexibles en déduisent que les banques centrales n'ont jamais cherché sérieusement à réduire l'inflation durant les années 70 et que le public avait raison de croire que l'inflation persisterait étant donné la forte progression des agrégats monétaires. Et quand les banques centrales ont finalement décidé de réagir au début des années 80, elles ont durci leur politique de façon trop abrupte, de telle sorte que la chute non anticipée et très marquée de la croissance de la masse monétaire a donné lieu à la pire récession d'après-guerre.

Une interprétation concurrente des événements de la période s'appuie sur le modèle de référence et met beaucoup plus l'accent sur la nature adaptative des attentes inflationnistes. En vertu de cette approche, le public se base beaucoup plus sur les taux d'inflation observés que sur les taux de croissance de la masse monétaire pour établir ses attentes inflationnistes. Une certaine réduction de la croissance de la production précède normalement toute décélération de l'inflation et le public en arrivera à penser que l'inflation va diminuer dans le futur seulement quand on observera une baisse du taux d'inflation réalisé<sup>11</sup>. Par conséquent, la réduction du

---

11. Dans cet ordre d'idées, il convient de mentionner l'argument à l'effet que le taux de désinflation observé aux Etats-Unis au début des années 80 est conforme aux courbes de Phillips de seconde génération estimées dans la deuxième moitié des années 70. Voir Gordon (1985b) et B. Friedman (1988b).

taux de croissance de la masse monétaire va de pair avec des taux d'intérêt plus élevés et une appréciation de la devise nationale, ces deux facteurs donnant lieu à un ralentissement de la dépense et à un repli des taux d'inflation réalisé et anticipé<sup>12</sup>.

Une approche intermédiaire insiste beaucoup sur la crédibilité de la banque centrale<sup>13</sup>. La version la plus simple de cet argument peut être présentée de deux façons. En premier lieu, on peut penser que la courbe de Phillips à court terme a une pente plus accentuée pour des taux de chômage supérieurs au TCNA et moins forte pour des niveaux inférieurs. En effet, le public devient si convaincu que les autorités vont combattre l'inflation qu'il réagit plus que de coutume à des signes de ralentissement de l'économie et moins que de coutume à des signes de renforcement. Une façon alternative et plus répandue de formuler l'effet de crédibilité est de supposer que les attentes inflationnistes dépendent non seulement du taux d'inflation observé, mais aussi de variables telles que le taux de croissance des agrégats monétaires et des déclarations des autorités. Dans le modèle de Fellner, il se peut que les autorités aient à ralentir considérablement la croissance de la demande pour enclencher le processus de la décélération de l'inflation. Mais une fois qu'elles ont convaincu le public qu'elles sont sérieuses au chapitre de leurs objectifs, elles n'auront pas besoin de durcir autant leur politique pour susciter une décélération additionnelle. La difficulté de provoquer une désinflation sera moindre que dans le modèle de référence, bien que plus grande que dans le modèle à anticipations rationnelles.

La littérature antérieure s'est peu penchée sur les voies qui s'ouvrent à une banque centrale pour assurer sa crédibilité. Des études plus récentes utilisent un modèle à anticipations rationnelles avec prix flexibles pour expliquer pourquoi l'inflation a persisté, pour examiner s'il est possible de commettre à l'avance une banque centrale à poursuivre des objectifs non inflationnistes et pour analyser comment une réputation s'acquiert et se maintient<sup>14</sup>.

Le principal enseignement des courants de la littérature, anciens et nouveaux, est l'importance de la crédibilité de la banque centrale pour en arriver à réduire l'inflation ou à prévenir sa montée. À titre d'exemple, plus le degré de crédibilité est élevé, plus le public tiendra pour temporaires les chocs expansionnistes de la demande. Il s'avérera alors plus facile pour une banque centrale de prévenir l'inflation. De façon similaire, il est alors plus probable que des mouvements à la hausse des prix, isolés ou en séries, soient vus comme temporaires et non comme un signe avant-coureur d'un emballement de l'inflation. On considérera alors davantage ces mouvements comme des changements dans le niveau des prix plutôt que dans le taux d'inflation comme tel. Ils n'amorceront probablement pas une spirale salaires-prix.

---

12. Une conclusion similaire ressort d'un modèle de contrat dans lequel les périodes se chevauchent.

13. Fellner (1979).

14. Barro et Gordon (1983), Blackburn et Christensen (1989).



Il n'y a pas de solution miracle pour se faire une crédibilité. Une vigilance soutenue et des réactions rapides de la banque centrale aux pressions inflationnistes sont nécessaires pour développer et maintenir une telle réputation. Au fil du temps, une banque centrale crédible aura plus de facilité à faire obstacle à une résurgence de l'inflation qu'une autre qui ne s'est pas acquise une telle réputation et, par conséquent, la crédibilité d'une banque centrale fait figure de bien public pour l'économie.

### *(3) Les modifications des rôles des agrégats monétaires et du crédit*

Bien qu'en aucun temps les banques centrales n'aient guidé leur action sur les seuls agrégats monétaires, elles les ont utilisés davantage comme cibles officielles durant les années 70 que lors des décennies antérieures ou de la décennie postérieure. Cela s'expliquait, d'une part, par le problème très difficile de l'inflation qui a dominé la période et, d'autre part, par la croyance en la stabilité des fonctions de demande des agrégats monétaires et des équations à forme réduite qui reliaient la croissance de la dépense nominale au taux de croissance d'un agrégat monétaire aussi bien qu'à d'autres variables. S'appuyant sur une recherche empirique très volumineuse ayant trait à l'évolution des agrégats monétaires, les banques centrales de la plupart des pays industrialisés ont choisi, durant cette période, d'établir formellement des cibles basées sur de tels agrégats.

Même durant cet «âge d'or», des problèmes reliés aux agrégats se sont fait jour. Aux Etats-Unis, il y eut beaucoup de discussions sur les composantes «manquantes» des agrégats monétaires<sup>15</sup>. Au Canada, un épisode analogue s'est présenté en 1976-1977. Il en a résulté une politique monétaire plus expansionniste que désiré<sup>16</sup>. Au Royaume-Uni, la fonction de demande de M3 a commencé à devenir instable dès le début des années 70, bien que la performance de cet agrégat à titre d'indicateur avancé de l'inflation lui ait préservé son statut de variable favorite jusqu'à ce que de nouveaux problèmes se présentent à la fin des années 70 et durant la décennie 80<sup>17</sup>.

Outre la grande question de la stabilité de la demande de monnaie ou de l'équation de forme réduite, laquelle était considérée comme une condition nécessaire au ciblage d'un agrégat monétaire, d'autres problèmes sont apparus à la fin des années 70. Dans les pays où l'on ciblait un agrégat monétaire très sensible aux taux d'intérêt, il y avait crainte qu'à la suite d'un choc expansionniste une hausse des taux d'intérêt suffisante pour maintenir l'agrégat monétaire sur sa cible n'ait pas un impact suffisant pour ralentir la dépense nominale<sup>18</sup>. Dans un même ordre d'idées, le ciblage d'un agrégat monétaire sensible aux taux d'intérêt pouvait engendrer un problème de «dérapage». C'est une situation dans laquelle une baisse du taux d'inflation et des taux d'intérêt nominaux donne lieu à une accélération temporaire

---

15. Le «missing money» de Goldfeld (1976).

16. Thiessen (1983).

17. Goodhart (1986).

18. Thiessen (1983) et Crow (1988).

très rapide de la croissance nominale de l'agrégat visant à satisfaire à la demande accrue d'encaisses réelles<sup>19</sup>. Cette croissance rapide et temporaire de l'agrégat monétaire peut remettre en question la crédibilité de la banque centrale dans la mesure où ce mouvement de l'agrégat est mal interprété ou qu'il y a crainte que la banque centrale permette cette poussée trop longtemps<sup>20</sup>. Les pays ciblant des agrégats monétaires définis au sens large, qui sont moins sensibles aux taux d'intérêt, tendraient à être moins affectés par ce problème que ceux qui ciblent des agrégats définis au sens étroit.

Les problèmes les plus sérieux au chapitre de l'instabilité des agrégats monétaires ont surgi à la fin des années 70 et au début des années 80. Aux États-Unis, la déréglementation des taux d'intérêt et l'introduction de nouveaux comptes de dépôts se sont traduites par une période prolongée de demande instable du côté des agrégats définis au sens étroit. Au Canada, la source d'instabilité durant cette même période n'était pas reliée à des changements dans la réglementation puisqu'il n'existait plus de contraintes légales sur les taux d'intérêt depuis 1967. C'est plutôt l'interaction de la technologie et des diverses forces du marché, y compris des niveaux de taux d'intérêt sans précédent, qui ont conduit à l'introduction et à la diffusion de nouveaux types de comptes de dépôts et de nouvelles techniques de gestion d'encaisse aptes à réaliser des rendements supérieurs<sup>21</sup>. À la suite de ces développements, le contrôle de l'agrégat M1 fut abandonné au Canada en 1982 et l'accent se déplaça, aux États-Unis, vers les agrégats monétaires définis au sens large et, à un certain moment, vers le crédit<sup>22</sup>. L'importance relative de M1 diminua alors de beaucoup.

L'expérience des États-Unis démontre que la déréglementation financière peut déstabiliser fortement un agrégat monétaire particulier, qui avait pourtant fait montre auparavant de la plus grande stabilité. L'expérience canadienne montre pour sa part qu'un pays qui a supprimé depuis longtemps les contrôles sur ses taux d'intérêt n'est pas nécessairement à l'abri des innovations financières, avec comme résultat la diminution de la stabilité de certains agrégats dans un monde en changement rapide. C'est cette dernière leçon qui est la plus importante puisqu'elle indique que l'instabilité peut persister même après que les économies aient absorbé les effets de la déréglementation des taux d'intérêt. Je reviendrai sur les conséquences de ce constat pour la politique monétaire au cours de la décennie 90 dans une autre partie de cette étude.

*(4) Dans une économie qui est sujette à des chocs périodiques d'envergure au plan de ses termes de l'échange, les mouvements du taux de change nominal peuvent faciliter les ajustements.*

---

19. Freedman (1981), Simpson (1984).

20. M. Friedman (1985).

21. Freedman (1983).

22. La relation entre le crédit et la dépense nominale est elle-même devenue ultérieurement instable dans la décennie 80. Voir B. Friedman (1988b).

Les petites économies qui sont sujettes à des mouvements périodiques des prix relatifs de leurs exportations font face à des problèmes d'ajustements consécutifs à ces changements de prix. À titre d'exemple, il peut se produire des effets importants de redistribution, tant à l'échelle industrielle que régionale. De plus, dans le cas d'une augmentation des termes de l'échange qui provient d'une augmentation des prix des exportations, il peut en résulter une appréciation réelle de la monnaie du pays à long terme. Celle-ci est un chaînon du mécanisme qui transmet les gains des producteurs de produits de base qui ont vu leur prix augmenter à l'économie entière. Quant à savoir si l'appréciation réelle se produit par une appréciation nominale ou par un relèvement des salaires et des prix internes sans changement du taux de change nominal, cela est largement fonction de la politique du pays. Des tentatives de maintenir fixe le taux de change nominal en présence de chocs favorables pour les termes de l'échange d'un pays pourraient avoir des conséquences inflationnistes pour ce pays.

Dans le contexte du début des années 70, qui était caractérisé par des chocs favorables pour les termes de l'échange canadiens, la politique monétaire du Canada n'aurait pas dû essayer de ralentir ou de prévenir l'augmentation de la valeur de la devise canadienne. En permettant à l'augmentation des revenus réels de se produire par le truchement d'une hausse des salaires nominaux plutôt que par l'appréciation de la devise, la réaction politique au choc sur les termes de l'échange a exacerbé la spirale inflationniste qui avait été amorcée par le gonflement antérieur de la demande excédentaire mondiale.

A l'inverse, dans le cas d'une détérioration des termes de l'échange découlant d'une baisse des prix des exportations, l'économie doit absorber une dépréciation réelle. Le choix doit s'effectuer entre une dépréciation nominale de la devise et une baisse de la trajectoire des salaires nominaux et des prix du pays. Il faut souligner cependant que, s'il y a une dépréciation nominale de la monnaie du pays pour faciliter la dépréciation réelle requise, les autorités doivent s'assurer que la politique est propre à éviter que le changement permanent du niveau des prix résultant de la dépréciation nominale ne dégénère en spirale salaires-prix.

*(5) Quand les politiques monétaire et budgétaire jouent dans des sens opposés, il peut en résulter de très fortes fluctuations des variables financières, en l'occurrence les taux de change nominaux et réels, et les taux d'intérêt nominaux et réels.*

Dans la littérature passée ayant trait à la gestion de la politique monétaire, on faisait peu mention de la politique budgétaire. Cependant, l'évolution de l'économie mondiale au début des années 80 dans un contexte de politique monétaire restrictive et de politique budgétaire laxiste aux États-Unis, mais aussi dans d'autres pays, a donné lieu à une meilleure compréhension des effets de la politique budgétaire et des problèmes qui peuvent apparaître quand les politiques monétaire et budgétaire vont dans des directions opposées.

Il y a ici plusieurs thèmes concernant la politique budgétaire qui peuvent être mis en évidence. Premièrement, l'interaction d'une politique budgétaire laxiste et

d'une politique monétaire restrictive peut engendrer une période de taux d'intérêt élevés, le mécanisme classique de l'effet d'éviction d'engorgement («crowding-out»). Deuxièmement, la combinaison d'une politique budgétaire laxiste et d'une politique monétaire restrictive dans une économie dominante et de plus en plus ouverte, tels les États-Unis, peut aboutir à des taux d'intérêt réels mondiaux élevés et, du moins pour une certaine période de temps, à une appréciation de sa monnaie<sup>23</sup>. La valeur plus élevée du dollar américain dans de telles circonstances est un maillon d'un second mécanisme d'éviction, puisque c'est indirectement le solde commercial réel américain qui se voit diminué par la politique budgétaire laxiste des États-Unis<sup>24</sup>. Dans les autres pays, l'appréciation du dollar américain enregistrée dans la première moitié des années 80, dans un contexte où ces pays étaient encore préoccupés par leur taux d'inflation, a donné lieu à des politiques monétaires plus restrictives qu'autrement puisque ces pays se sont opposés aux pressions à la baisse qui s'exerçaient sur leur monnaie.

Un sujet plus général ayant trait à la politique budgétaire concerne le chevauchement des effets des politiques monétaire et fiscale sur la demande globale. Ainsi, l'effet expansionniste d'un déficit budgétaire sur la demande augmente le fardeau de la politique monétaire dans l'atteinte d'un niveau donné de dépense. De plus, lorsque la demande globale fait pression sur l'offre, une politique budgétaire restrictive peut contribuer à réduire les tensions inflationnistes. Par conséquent, la politique monétaire pourra être moins restrictive qu'autrement si la politique budgétaire contribue à amoindrir les pressions. À l'inverse, si une politique budgétaire expansionniste accentue les pressions sur la demande émanant d'autres facteurs, la politique monétaire devra supporter à elle seule tout le fardeau de la réduction de la demande, et les taux d'intérêt et la valeur de la devise du pays seront plus élevés qu'ils ne l'auraient été autrement. Les autorités monétaires pourraient également alors éprouver plus de difficulté à réaliser et à maintenir leur crédibilité.

*(6) Il n'y a pas de remède miracle aux chocs défavorables émanant de l'offre*

Un autre événement marquant des années 70 fut l'apparition de chocs émanant de l'offre et leur fils adoptif, la stagflation. Bien que les chocs de l'offre puissent se manifester dans les deux directions, comme nous l'a démontré la chute du prix du pétrole au milieu des années 80, le problème difficile pour les autorités est le choc de l'offre défavorable, celui qui est inflationniste. La littérature qui s'est développée autour de ce thème s'est intéressée à la flexibilité des salaires nominaux et réels (y compris la question de l'indexation), à la persistance du choc et à la nature du mécanisme d'anticipations. Elle a aussi étudié l'impact de la réaction des autorités, selon qu'elle accepte ou non de ratifier le choc inflationniste<sup>25</sup>.

23. Voir Feldstein (1986). Le resserrement corrélatif des politiques monétaires et budgétaires dans les autres pays a joué également un grand rôle dans ces événements.

24. Il existe une littérature abondante à ce sujet. Voir, à titre d'exemple, Helkie et Hooper (1987), et Hooper et Mann (1987).

25. Consulter à cet effet Gordon (1984) et Bruno et Sachs (1985).

Il est devenu évident après le premier choc pétrolier que l'on ne pouvait se soustraire aux effets réels à long terme de chocs de l'offre. Dans les pays importateurs de pétrole, une augmentation du prix de l'or noir s'est traduite par une réduction de revenu réel et peut-être du niveau de la production potentielle. Le principal défi des autorités dans ces pays était de trouver le meilleur moyen de composer avec les effets temporaires du choc sur le sentier de retour à l'équilibre de façon à empêcher autant que possible que d'autres effets défavorables s'ajoutent ultérieurement. Dans le cas d'une économie où les salaires nominaux et réels sont flexibles, la solution était toute trouvée puisque les revenus réels des facteurs de production s'ajustent rapidement et complètement aux chocs pétroliers. En d'autres mots, s'il est largement reconnu que les revenus réels des facteurs dans les pays importateurs de pétrole doivent baisser à la suite d'une hausse du prix du pétrole et si cela est accepté sans aucune tentative de relever les salaires nominaux en guise de compensation, il n'y aurait sans doute pas d'effets secondaires en réaction à un choc pétrolier. Cependant, les facteurs de production essaient habituellement de compenser la baisse initiale de leurs revenus réels en exigeant des hausses de salaires nominaux. Il en résulte alors que le choc de l'offre peut engendrer une spirale salaires-prix qui, dans le modèle de référence, ne peut être éliminée que par un ralentissement économique. On est ici confronté au phénomène classique de la stagflation, c'est-à-dire à une hausse simultanée de l'inflation et du chômage qui résulte de la combinaison d'un choc pétrolier et de la réaction des politiques économiques visant à lutter contre l'inflation qui en résulte.

Il importe d'analyser de façon plus détaillée la nature de la réaction des autorités dans un tel scénario. Si elles essaient de stabiliser le taux de chômage à la suite d'un choc pétrolier dans un modèle où les attentes inflationnistes sont basées sur les taux d'inflation passés, il en résultera une hausse permanente du taux d'inflation. Par ailleurs, réagir au choc pétrolier en essayant de maintenir inchangé le niveau moyen des prix, c'est-à-dire en encourageant une baisse des prix non pétroliers, peut exiger un ralentissement très marqué de l'économie. Une position intermédiaire serait de maintenir constante la dépense nominale avec pour résultats des niveaux de production réel et potentiel inférieurs à long terme, un taux de chômage temporairement plus élevé, une augmentation ponctuelle permanente du niveau des prix, mais pas de changement du taux d'inflation sous-jacent.

La question du choc de l'offre a aussi attiré l'attention sur le fait que l'indexation peut causer des difficultés en ce qui a trait à l'ajustement de l'économie à des chocs réels. Dans la littérature antérieure, l'accent était surtout mis sur l'impact de l'indexation réagissant à des chocs émanant de la demande nominale<sup>26</sup>. La principale préoccupation était de savoir si l'indexation donnait lieu à une inflation plus rapide et plus importante à la suite de chocs expansionnistes de la demande globale. À l'inverse, on se demandait si l'indexation n'aiderait pas le processus de désinflation en augmentant la réaction de l'inflation à une contraction de la demande

---

26. Voir M. Friedman (1974) et Giersch (1974).

globale. La littérature plus récente s'est plutôt interrogée sur les obstacles que pouvait présenter l'indexation à l'ajustement réel et à long terme de l'économie subséquemment à d'autres types de chocs et sur les difficultés que cela pouvait présenter<sup>27</sup>.

#### LES ENJEUX DES ANNÉES 90

Dans cette partie, j'essaie d'établir les principaux enjeux au plan de l'élaboration de la politique monétaire au cours de la présente décennie. À la lumière des leçons des années 70 et 80, il semble que le principal défi des grands et des petits pays opérant en régime de taux de change flexible sera la formulation d'une politique monétaire dans un contexte caractérisé par des agrégats de la monnaie et du crédit qui ne sont pas stables ou du moins pas assez prévisibles pour qu'ils puissent jouer un rôle clé en tant que cibles intermédiaires de la politique. C'est déjà le cas des pays qui ont abandonné ces instruments. Même dans les pays qui ont continué à annoncer des objectifs précis pour un ou plusieurs de ces agrégats, leur rôle a été réduit. Pour anticiper brièvement mes conclusions à ce chapitre, il est probable que certains des agrégats de la monnaie ou du crédit vont continuer de jouer un rôle d'indicateurs, au même titre que d'autres variables financières et non financières, mais qu'ils ne pourront pas faire figure d'objectifs intermédiaires formels. Bien que certains puissent avancer qu'en l'absence d'objectifs quantitatifs les banques centrales vont revenir aux politiques des années 60 qui mettaient l'accent sur les variables réelles, je soutiendrai pour ma part que les leçons que nous avons apprises au cours des deux dernières décennies —telles que l'accent à mettre plutôt sur les variables nominales et la nécessité de réagir à temps à l'inflation pour éviter qu'elle ne s'accélère— nous aideront à éviter une répétition des erreurs passées.

Avant de considérer les avenues qui s'ouvrent aux banques centrales pour formuler leur politique monétaire au cours des années 90 en régime de changes flexibles, j'aimerais m'attarder quelque peu sur l'importance, actuelle et potentielle, de phénomènes tels que la globalisation, la libéralisation des marchés et l'innovation financière. Cette analyse sera fondée sur une vue d'ensemble des différentes approches à la politique monétaire et abordera les conséquences de ces phénomènes du point de vue de la formulation de la politique monétaire. Il en ressort trois conclusions principales au plan politique. Premièrement, même quand le processus de déréglementation est complété, la dynamique du marché va donner lieu à un processus continu d'innovations financières. Deuxièmement, avec l'abolition des contrôles de change et avec des marchés de capitaux plus ouverts tant au plan national qu'international, les pays qui ont recouru au rationnement du crédit et aux contrôles quantitatifs ne pourront plus utiliser ces techniques. Troisièmement, dans un monde aux frontières ouvertes et où les actifs sont fortement substituables, les pays qui choisissent de maintenir un taux de change fixe vis-à-vis

---

27. Gray (1976), Fischer (1977).

de plus grands ou qui adhèrent à une zone monétaire vont abandonner à toute fin pratique tout contrôle sur leurs politiques. Ils vont plutôt subir le taux d'inflation et emprunter la crédibilité de leur partenaire important ou de leur zone monétaire.

### *La libéralisation et l'innovation*<sup>28</sup>

Comme cela fut mentionné auparavant, il est utile de faire une distinction entre, d'une part, les développements qui découlent de la suppression des contrôles et des réglementations et, d'autre part, ceux qui sont reliés à l'évolution normale des marchés et pas du tout aux changements de la réglementation. On se doit de faire cette distinction puisque la première catégorie de changements est spécifique aux économies qui sont en train d'assouplir leur réglementation. Il n'en sera plus question une fois la déréglementation complétée. La deuxième catégorie de changements, selon toute vraisemblance, persistera pour sa part pendant longtemps et continuera d'affecter la politique monétaire au cours de la présente décennie. Bien que pour les fins de l'analyse j'aie séparé la libéralisation et la globalisation, il convient d'ajouter qu'en pratique l'incitation à innover et à libéraliser provient pour une grande part de l'économie globale, et plus spécifiquement des pressions qu'exerce sur les marchés nationaux et les institutions financières l'existence de marchés et d'institutions internationaux concurrents.

La suppression des plafonds de taux d'intérêt et des restrictions quantitatives sur les flux du crédit sera poursuivie dans les pays où cela n'est pas encore complété. C'est là une prévision qui peut être formulée sans grand danger d'erreur. En bout de piste, les autorités n'imposeront plus aucune restriction ou plafond sur les taux d'intérêt des dépôts. Le rationnement du crédit ou les restrictions quantitatives sur les emprunteurs disparaîtront également.

Des facteurs à la fois nationaux et internationaux favorisent une telle évolution, les premiers étant plus importants pour les grands pays et les seconds pour les petits. En ce qui concerne les influences étrangères, on note l'accès des prêteurs et des emprunteurs aux marchés extérieurs, et plus spécifiquement aux marchés des prêts et des dépôts en euro-devises et au marché des euro-obligations. En offrant aux grandes institutions financières et non financières l'accès à des sources et des utilisations alternatives de fonds, du moins là où les contrôles de changes ne gênent pas les transactions, ces marchés diminuent considérablement l'impact des plafonds et des contrôles. On peut aussi anticiper que des participants de moindre envergure vont de plus en plus avoir accès à ces marchés. Sur le plan national, la concurrence croissante sur les marchés financiers et les nouveaux développements en matière de communications et d'automatisation sont très significatifs.

En termes de gestion de la politique monétaire, les pays les plus affectés par la vague actuelle de libéralisation et d'ouverture des marchés sont ceux qui s'étaient le plus appuyés dans le passé sur le rationnement du crédit et les contrôles

---

28. Pour une revue générale de ces phénomènes dans une perspective internationale, voir Akhtar (1983).

quantitatifs comme mécanisme principal de la politique monétaire. Comme il devient de plus en plus difficile de rationner le crédit du côté des prêteurs ou des emprunteurs en raison de leur capacité grandissante de recourir à des canaux non réglementés du crédit au plan national et international, ces pays devront maintenant s'appuyer davantage sur les mécanismes de marché pour influencer la dépense, à savoir les mouvements des taux d'intérêt et des taux de change. Qu'ils utilisent ou non les agrégats de la monnaie et du crédit comme cibles intermédiaires, ils feront face à une volatilité grandissante des taux d'intérêt et des taux de change. Si ces pays se joignent par ailleurs à une zone monétaire importante, ils devront abandonner complètement le contrôle de leur politique monétaire et accepter la politique du pays auquel ils ont lié leur monnaie. J'élaborerai sur ce point dans la prochaine section.

Je tourne maintenant mon attention vers les effets de la déréglementation et des innovations financières sur les agrégats monétaires et le mécanisme de transmission, en me basant sur l'expérience nord-américaine. Aux Etats-Unis, c'est la capacité des institutions financières de développer des instruments et des mécanismes aptes à contourner les plafonds de taux d'intérêt qui a réduit de plus en plus l'efficacité de telles contraintes. Dans le contexte des taux d'intérêt élevés de la fin des années 70, les fonds mutuels du marché monétaire sont apparus, ce qui a permis aux déposants d'obtenir des taux d'intérêts très supérieurs à ceux qu'autorisait le «règlement Q». L'impact direct de la désintermédiation des quasi-banques sur le secteur de la construction domiciliaire causé par ce règlement – l'un des principaux canaux par lesquels se transmettait la politique monétaire durant les années 60 et 70<sup>29</sup> — perdit de la force. En effet, non seulement les quasi-banques avaient-elles davantage accès à des sources de fonds non réglementées, mais encore la titralisation devenait-elle plus importante sur les marchés immobiliers. Les Etats-Unis éliminèrent donc le «règlement Q», après avoir reconnu que les restrictions sur les taux d'intérêt avaient un impact macroéconomique décroissant et perturbaient les canaux par lesquels les prêteurs et les emprunteurs se rejoignent, ce qui engendrait des résultats inefficaces et inéquitables<sup>30</sup>.

L'une des conséquences importantes du retrait des plafonds de taux d'intérêt et de l'introduction consécutive de nouveaux types de comptes, notamment des comptes de chèques rémunérés, fut un déplacement de la demande de monnaie, notamment de la monnaie définie au sens étroit du terme. Ainsi, les nouveaux comptes NOW («negotiable order of withdrawal») ont attiré des fonds des dépôts mobilisables par chèque et des dépôts d'épargne. Des mouvements similaires ont suivi l'introduction des comptes «super-NOW». Dans une certaine mesure, la redéfinition des agrégats dans le but d'inclure ces nouveaux comptes a permis

---

29. De Leeuw et Gramlich(1969).

30. Je note en passant que l'une des conséquences de l'élimination des effets de la désintermédiation sur la dépense est une courbe IS plus abrupte pour les taux d'intérêt réels au-dessus de ceux des plafonds imposés par le «règlement Q», et par conséquent des taux d'intérêt réels plus instables à la suite de chocs émanant de la dépense nominale.



d'internaliser ces transferts<sup>31</sup>. Mais dans la mesure où les fonds qui migraient vers les nouveaux types de comptes provenaient d'un agrégat monétaire dont ils ne faisaient pas partie, la prise en compte n'était pas parfaite. À titre d'exemple, quand les fonds qui migrent dans les comptes NOW proviennent à la fois des comptes-chèques traditionnels et des comptes d'épargne, le premier mouvement n'affecte pas M1 dans sa nouvelle définition (plus large), mais le second se traduit par une augmentation de cet agrégat. Plus fondamentalement, la nature de l'agrégat monétaire défini de façon étroite s'est modifiée avec l'introduction et la diffusion des comptes NOW et super-NOW. Alors qu'auparavant la demande de M1 était fonction du revenu et des taux d'intérêt du marché, elle dépend maintenant aussi, en toute probabilité, de la richesse et des taux d'intérêt propres des nouveaux dépôts rémunérés inclus dans M1. De plus, ce n'est pas nécessairement le cas que les taux d'intérêt de ces dépôts vont entretenir une relation stable avec les taux d'intérêt du marché. Conséquemment, l'agrégat monétaire défini au sens étroit est moins susceptible d'avoir un comportement stable et prévisible à l'avenir lorsque le revenu et les taux d'intérêt changeront<sup>32</sup>.

Dans ces circonstances, il n'est pas surprenant que la Réserve fédérale se soit détournée de M1 pour mettre l'accent sur des agrégats plus englobants tel M2. Cependant, en termes de stabilité de la demande, ceux-là aussi ne sont pas idéaux. Les problèmes reliés aux taux d'intérêt propres qui furent rencontrés du côté des agrégats au sens étroit sont susceptibles de se retrouver ici. Et il y a en plus d'autres problèmes, actuels et potentiels, comme les modifications du côté de la titralisation, qui vont continuer d'influencer M3, et dans une moindre mesure M2.

La relation entre les taux d'intérêt des dépôts et les taux d'intérêt du marché peut influencer sensiblement sur le comportement de M1 et de M2. On doit considérer ici deux cas extrêmes et un cas intermédiaire. À un extrême, si l'élasticité des taux d'intérêt des dépôts est unitaire en regard des taux d'intérêt du marché<sup>33</sup> et si la majeure partie des dépôts sont rémunérés, l'agrégat monétaire sera alors très inélastique au niveau général des taux d'intérêt, à court terme comme à long terme. À l'autre extrême, si les taux d'intérêt des dépôts sont plutôt rigides, la réaction de l'agrégat monétaire aux changements des taux d'intérêt du marché sera importante, puisque les variations qu'on observera dans l'écart entre les taux d'intérêt déclencheront des mouvements de fonds importants entre les comptes qui font partie de l'agrégat et les instruments financiers qui en sont exclus.

31. La Réserve fédérale a redéfini M1 en 1980.

32. Quelques auteurs rejettent la conclusion à l'effet que l'introduction de nouveaux comptes aurait réduit la stabilité des agrégats monétaires. Voir Rasche (1987), Poole (1988) et Darby, Mascaro et Marlow (1987). Pour le justifier, on avance soit que M1A (M1 sans les nouveaux comptes) est demeuré stable, soit qu'un simple changement dans l'un des paramètres de l'équation de M1 assure la stabilité de cet agrégat. D'autres, comme B. Friedman (1988a,b), avancent que M1 et les autres agrégats sont devenus très instables. À la suite de tous les changements qui sont survenus ou qui vont survenir, la stabilité continue des agrégats monétaires est loin d'être certaine. Cela n'exclut toutefois pas le recours aux agrégats monétaires, à côté d'autres variables, comme variables d'information, ainsi qu'il sera suggéré plus loin.

33. Si les dépôts sont sujets aux réserves réglementaires, il y aura toujours un écart entre les taux d'intérêt des dépôts et les taux du marché, mais ce biais est faible lorsque les coefficients de réserve le sont.

Le cas intermédiaire traduit ce qui s'est produit aux États-Unis ces dernières années. Les taux d'intérêt sur les dépôts ont toutes chances d'être rigides à court terme, mais plus flexibles à moyen terme. De plus, ils se comportent de façon asymétrique selon que l'on observe des baisses ou des hausses de taux d'intérêt<sup>34</sup>. Dans une certaine mesure, c'est là la situation la plus défavorable puisqu'il en résulte des changements assez singuliers de M2 quand les taux d'intérêt varient. À titre d'exemple, une augmentation des taux d'intérêt du marché se traduit dans un premier temps par une baisse de la demande de l'agrégat monétaire, car les taux du marché augmentent en regard des taux des dépôts. Par la suite, la demande de l'agrégat se rétablit car les taux d'intérêt des dépôts rattrapent le terrain perdu. De façon plus fondamentale, il y a beaucoup d'incertitude au chapitre de la réaction de l'agrégat aux changements de taux d'intérêt puisque la relation entre les taux d'intérêt des dépôts et les taux d'intérêt du marché n'est pas des plus prévisibles<sup>35</sup>. Un point final qu'il convient de souligner est la nécessité de disposer d'une série de données assez longue pour tester la stabilité des relations et pour élucider le comportement des agrégats financiers à la suite d'une innovation.

Un sujet plus important que la déréglementation est la possibilité que les innovations vont se poursuivre dans l'avenir même en l'absence de la suppression des contrôles. L'expérience canadienne illustre bien les développements possibles. Une vague d'innovations financières y a en effet déferlé en présence des taux d'intérêt nominaux élevés et instables de la fin des années 70 et du début des années 80 (qui résultaient à leur tour en grande partie d'un taux d'inflation élevé et instable), et dans un contexte de réduction du coût des communications, de la diffusion de l'automatisation et d'une concurrence agressive dans le secteur financier. De nouveaux instruments qui regroupaient les caractéristiques des comptes de transactions et des comptes d'épargne sont apparus. Il y eut de même une diffusion des techniques de gestion de l'encaisse aux moyennes entreprises, lesquelles n'étaient offertes auparavant qu'aux entreprises de grandes dimensions. Cela leur a permis de réduire leurs comptes peu ou pas rémunérés<sup>36</sup>. La Banque du Canada abandonna le contrôle de M1 en 1982 en raison de l'instabilité du comportement de cet agrégat, qui résultait d'innovations suscitées par le jeu du marché et non par un processus de déréglementation.

---

34. Moore, Porter et Small (1988) exposent de façon détaillée le mécanisme de détermination des taux d'intérêt des dépôts.

35. Il est intéressant de noter qu'au cours des années 70, l'agrégat monétaire canadien M1 était beaucoup plus élastique aux taux d'intérêt que son homologue américain, puisque les taux d'intérêt concurrents des comptes non rémunérés inclus dans M1 réagissaient beaucoup plus aux taux d'intérêt du marché au Canada qu'aux États-Unis. Durant les années 80, la plus forte élasticité des taux des dépôts en regard des taux du marché au Canada qu'aux États-Unis s'est traduite par une élasticité moindre de l'agrégat M2 au Canada qu'aux États-Unis. On peut expliquer les différences au chapitre des taux d'intérêt entre les deux pays dans les années 70 par l'absence de plafonds de taux d'intérêt au Canada tel le «règlement Q» aux États-Unis, alors que les différences observées au cours de la décennie 80 peuvent être attribuées à des différences, encore inexpliquées, du comportement des institutions financières entre les deux pays.

36. Freedman (1983).

Il est difficile de prédire l'envergure de tels changements dans l'avenir. D'une part, dans le sillage des développements en cours au chapitre de la technologie et de la concurrence accrue dans l'industrie des services financiers, on anticipe un flux continu de nouveaux instruments et de nouvelles techniques. D'autre part, si l'inflation demeure sous contrôle, il n'y aura pas de résurgence de taux d'intérêt aussi élevés qu'à la fin des années 70 et au début des années 80. Somme toute, j'anticipe que le flux d'innovations persistera et qu'il donnera lieu à des fluctuations périodiques de la demande de monnaie définie au sens étroit. De plus, la double nature des nouvelles catégories de comptes, qui marient tirage de chèques et épargne, et l'absence de séries qui seraient assez longues pour permettre d'estimer les effets d'une innovation donnée sur la demande de monnaie définie au sens étroit vont continuer de faire problème.

Bien que j'aie surtout porté jusqu'ici mon attention sur l'agrégat monétaire au sens étroit M1, les agrégats au sens large ont été et seront influencés eux aussi par les innovations financières. Aux États-Unis, la diffusion des titres hypothécaires a réduit la taille des actifs et des passifs des institutions financières. En l'occurrence, les associations d'épargne et de prêts (les «savings and loans») ont liquidé des hypothèques. Et dans la mesure où les ménages détiennent de tels instruments titralisés dans leur portefeuille au lieu de dépôts, cela exerce également un effet dépressif sur M2. Cependant, l'on ne doit pas surestimer cet aspect des innovations puisque ces développements peuvent se produire de façon très progressive, ce qui les rend plus faciles à surveiller. Jusqu'ici, la titralisation n'a pas eu, dans les autres pays, une envergure comparable à celle des États-Unis<sup>37</sup>.

Le chevauchement progressif des fonctions des diverses catégories d'institutions financières n'a pas exercé d'effets importants mais pourrait exiger une redéfinition des divers agrégats de la monnaie et du crédit. À titre d'exemple, les quasi-banques offrent de plus en plus de services de transactions aux ménages, comme cela est de plus en plus fréquent aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. Les définitions des agrégats monétaires au sens étroit vont devoir être modifiées dans ces pays pour prendre en considération les passifs des quasi-banques<sup>38</sup>. De façon semblable, pour ce qui est des agrégats plus englobants de la monnaie et du crédit, limiter les définitions à une catégorie d'institutions se justifie de moins en moins au fur et à mesure que les catégories d'institutions se ressemblent de plus en plus. À cet effet, des mouvements de fonds entre différentes catégories d'institutions en réaction, par exemple, à de petits changements au chapitre des taux d'intérêt administrés ou des dépenses de marketing, vont donner lieu à des soubresauts des agrégats qui n'incluent que les banques mais vont se compenser dans ceux qui regroupent plusieurs catégories d'institutions. Toutefois, l'information sur les quasi-banques n'est pas toujours disponible aussi rapidement que celle des banques. Cela peut réduire le bien-fondé des agrégats qui incluent les quasi-

---

37. Pour une comparaison entre le Canada et les États-Unis, voir Freedman (1987).

38. Ce qui a déjà été fait aux États-Unis.

banques. Au Canada, le recours à des agrégats qui n'incluent que les banques n'a pas encore fait vraiment problème. Il est probable cependant qu'au fil du temps l'accent devra être mis sur des agrégats qui regroupent davantage d'institutions, lesquels tendent empiriquement à avoir des propriétés plus désirables.

On a fait grand cas ces dernières années d'autres types d'innovations tels les swaps d'intérêt et de devises, les options, les ententes sur taux à terme, les facilités d'émission de billets et le papier euro-commercial<sup>39</sup>. En fait, il y eut durant une certaine période des conjectures, exagérées selon moi, quant à la suppression de l'intermédiation financière au profit du financement direct sur les marchés financiers. Bien évidemment, des mouvements entre les emprunts bancaires syndiqués et les emprunts directs sur les marchés pourraient influencer sensiblement la taille de M3. Cela présenterait des difficultés aux banques centrales qui ciblent M3 ou un agrégat monétaire apparenté.

Cependant, pour les pays qui portent leur attention sur des agrégats plus étroits que M3, il semble que ces nouvelles techniques n'aient pas d'incidence profonde sur la gestion de la politique monétaire (hormis l'exception notée dans le paragraphe suivant). Par exemple, la capacité des institutions financières de recourir aux options et aux contrats à terme leur est d'un grand secours au chapitre de l'appariement des actifs et des passifs. Cependant, sauf dans les pays qui ont utilisé la technique du désappariement chez les institutions pour ralentir les prêts, ces développements ne devraient pas modifier sensiblement la gestion de la politique monétaire.

Une exception possible à cette généralisation a trait à la capacité des emprunteurs d'utiliser les nouveaux instruments pour se déplacer d'emprunts à taux d'intérêt fixes vers des emprunts à taux variables. Plus généralement, la réduction des échéances désirées par les prêteurs, le tarissement des marchés obligataires de long terme à taux fixes à la fin des années 70 et au début des années 80, l'apparition de toutes sortes d'instruments à taux flottants, ainsi que la création et la diffusion des marchés des swaps ont accru l'utilisation de la dette à taux d'intérêt flottants par rapport à la dette à taux fixes.

Le recours accru à la dette à taux flottants peut avoir influencé la réaction des emprunteurs aux mouvements de taux d'intérêt de plusieurs façons. Premièrement, l'effet de substituabilité sur la dépense occasionné par un changement de taux d'intérêt sera moindre dans un monde caractérisé par un recours accru aux instruments à taux flottants. En d'autres mots, les dépenses et les emprunts seront moins sensibles aux mouvements des taux d'intérêt, ainsi perçus comme temporaires, qu'ils ne le seraient dans un monde de taux d'intérêt fixes à long terme<sup>40</sup>.

39. Banque des Règlements Internationaux (1986).

40. Si la théorie des anticipations des rendements à l'échéance était parfaitement valide, ce ne serait pas le cas. Cependant, si les taux à long terme tendent à surréagir, comme l'avance Shiller (1979), la capacité qu'ont les emprunteurs de recourir aux taux flottants leur permet de réaliser leurs plans même quand les taux d'intérêt sont élevés, sans qu'ils aient à contracter des engagements à long terme dispendieux.

Deuxièmement, il existe des effets de revenu beaucoup plus complexes dans un monde caractérisé par des taux flottants. Quand les taux d'intérêt augmentent, tous les emprunteurs qui ont des dettes à taux flottants voient leur position se détériorer et tous les prêteurs qui détiennent des actifs à taux flottants voient leur position s'améliorer. La réaction respective des prêteurs et des emprunteurs à ce changement de situation dépendra dans une bonne mesure de l'état de leurs bilans<sup>41</sup>. Par exemple, lorsque les bilans font face à d'énormes pressions (comme au début des années 80, quand beaucoup d'entreprises étaient surendettées), une augmentation des taux d'intérêt peut donner lieu à de fortes compressions des dépenses en raison du gonflement du service de la dette<sup>42</sup>. En d'autres temps, quand les bilans sont en meilleure posture, une augmentation équivalente de taux d'intérêt peut s'avérer moins perturbatrice. L'effet d'un changement des taux d'intérêt sur le comportement du prêteur dépendra également de l'état de son bilan. Si la dette à taux flottants est largement détenue par des fonds de pension ou par des individus riches dont la propension marginale à consommer est faible, le changement des taux d'intérêt aura peu d'effet sur le comportement des prêteurs. Cependant, dans la mesure où de tels instruments sont détenus par des ménages, ou par des banques dont les taux d'intérêt sur les dépôts calquent les taux d'intérêt du marché, et où un grand nombre de ménages qui détiennent ainsi directement ou indirectement de tels actifs à taux flottants font face à des contraintes de liquidités, la dépense pourrait se révéler très sensible aux changements de taux d'intérêt par le truchement des effets de revenu. Compte tenu de toutes ces influences opposées, l'incidence nette d'un régime de taux fixes ou de taux flottants sur la pente de la courbe IS est une question empirique<sup>43</sup>. Il est cependant évident que la réaction des dépenses aux changements de taux d'intérêt sera plus sensible à l'état des bilans des prêteurs et des emprunteurs dans un environnement de taux d'intérêt flottants.

Somme toute, je prévois que les innovations vont continuer de jouer un rôle important sur les marchés financiers, dans un contexte caractérisé par l'introduction périodique de nouveaux instruments et de nouvelles techniques, mais aussi par des modifications aux instruments et aux techniques existants. Il faut donc anticiper des mouvements périodiques et imprévisibles dans les agrégats monétaires et du crédit. De plus, à la lumière de l'effet des instruments à taux flottants sur la courbe IS, il pourrait se produire des effets sur les mécanismes de transmission découlant des nouveaux instruments ou techniques. Cependant, de tels changements seraient plutôt progressifs qu'abrupts<sup>44</sup>.

---

41. À l'intérieur d'arguments plus élaborés au chapitre des effets de distribution, on suppose dans un premier temps que de tels effets sont neutres. Patinkin (1965) est l'un de ceux-là. Cependant, il existe des situations où de tels effets sont importants, comme cela est mentionné dans cet article. Il en est ainsi par exemple lorsque la dette du gouvernement croît.

42. La forte réaction des entreprises et des emprunteurs hypothécaires au Canada à l'escalade des

43. Cette opinion contraste avec celle d'Akhtar (1984), qui soutient que la pente de la courbe IS sera plus faible à la suite de la libéralisation des marchés parce que les changements de taux d'intérêt auront une influence plus globale sur le comportement des dépenses.

44. Soulignons que certains analystes ont prétendu que la diffusion des cartes de débit et le mouvement vers une société sans billets de banque auront un impact beaucoup plus prononcé sur le paysage financier que je ne l'ai suggéré ici.

*La globalisation et le rôle du taux de change*<sup>45</sup>

Les termes «internationalisation» et «globalisation» ont été utilisés à de nombreuses fins et peuvent désigner plusieurs phénomènes. Ces termes ont d'abord signifié une augmentation importante de la substituabilité entre actifs. C'est-à-dire que les investisseurs et les emprunteurs sont prêts à se déplacer d'un marché à l'autre en réaction à des changements même très faibles de taux de rendement. Une condition nécessaire, mais non suffisante, à un degré de substituabilité élevé entre actifs est la mobilité des capitaux, qui est définie comme l'absence de restrictions gouvernementales sur les mouvements de fonds entre pays<sup>46</sup>. Une signification plus récente du terme «internationalisation» met l'accent sur l'ouverture par les institutions financières de succursales dans un grand nombre de pays. Bien que les intermédiaires financiers puissent effectuer leurs transactions internationales à partir de leur pays d'origine, ils tendent à avoir une orientation plus internationale quand ils établissent des succursales à l'étranger. Une troisième signification plus récente du terme «globalisation» semble découler de l'observation que les innovations financières dans un pays se diffusent rapidement à d'autres et affectent le comportement de leurs marchés financiers<sup>47</sup>. Par conséquent, les interactions entre les marchés sont sans précédent.

Les trois définitions qui viennent d'être données ne sont pas indépendantes les unes des autres. Elles ne sont pas non plus sans relation avec le phénomène de la libéralisation qui fut discuté dans la section précédente. Plusieurs des facteurs qui sont importants pour expliquer les innovations, tels que la diminution du coût des communications et la diffusion de l'automatisation, se révèlent également importants pour expliquer certains aspects de la globalisation. Et, comme cela fut mentionné antérieurement, la globalisation en elle-même a été un élément clé dans certaines catégories d'innovations.

Je voudrais commencer cette section en portant mon attention sur l'aspect de la globalisation qui importe le plus pour la politique monétaire, soit l'augmentation de l'élasticité de substitution entre actifs de pays différents. Cela n'est pas un nouveau développement. Les articles classiques de Mundell sur les politiques monétaire et budgétaire dans un monde de substituabilité parfaite des actifs et sous des régimes de taux de change fixe ou flexible datent de plus de vingt-cinq ans<sup>48</sup>. Même à cette époque, on pouvait dire que le Canada était une petite économie ouverte confrontée à des flux de capitaux infiniment élastiques. Les changements survenus depuis lors ont poussé d'autres économies vers un pareil degré d'ouverture. Parmi ces développements, on note principalement la réduction ou la suppression des contrôles de capitaux et de changes, de même que l'élargissement des

---

45. Bryant (1987) fournit une vue d'ensemble du phénomène de la globalisation.

46. Boothe, Clinton, Côté et Longworth (1985) et Caramazza, Côté et Longworth (1986). Taux d'intérêt au début des années 80 est un exemple d'un effet de bilan important.

47. Ce résultat peut lui-même être relié au grand nombre de banques internationales.

48. Mundell (1963), Fleming (1962) et Frenkel et Razin (1987).

possibilités ouvertes aux prêteurs et aux emprunteurs, qui ne sont plus confinés aux instruments financiers nationaux. Cette dernière évolution s'explique, d'une part, par la pénétration des banques internationales dans des domaines réservés traditionnellement aux banques nationales et, d'autre part, par la réduction des coûts de transaction et de communication<sup>49</sup>.

Comme nous l'avons suggéré auparavant, l'une des principales conséquences de l'ouverture des frontières dans certains pays du point de vue de la politique monétaire a été l'incapacité des autorités de recourir au rationnement du crédit ou à d'autres formes de contrôles quantitatifs sur le crédit. Une fois que les principaux emprunteurs peuvent contourner les contrôles en empruntant à l'étranger, toute tentative de contrôler la macroéconomie en imposant des limites à la croissance des prêts des institutions financières est vouée à l'échec. C'est-à-dire que le contrôle des changes ou un ensemble de contrôles très stricts sur les emprunteurs sont essentiels pour pouvoir utiliser les contrôles de crédit comme rouage central du mécanisme de la politique monétaire. La croissance des euromarchés a facilité de façon notable l'accès au crédit international, mais elle n'était certainement pas un prérequis à l'avènement d'un tel développement. Les emprunteurs canadiens lèvent des fonds depuis longtemps sur les marchés financiers américains et, si les États-Unis n'avaient pas imposé de contrôles à la fin des années 60, une part importante des transactions effectuées par les banques internationales à Londres l'auraient été probablement à New-York.

Par conséquent, le degré de substituabilité des actifs a gagné en force au fil des ans en raison de l'introduction de nouveaux instruments, de la suppression des restrictions, de la réduction du coût des transactions et des communications et de la diffusion de banques internationales. L'établissement de liens entre les marchés à travers l'augmentation de la substituabilité des actifs a eu d'importantes répercussions sur le fonctionnement de la politique monétaire en plus de faire obstacle à la mise en oeuvre de contrôles sur le crédit. Ces liens grandissants entre les marchés seront un facteur important à prendre en compte lors de la formulation de la politique monétaire au cours des prochaines années.

Dans une petite économie ouverte où le taux de change est flexible, la politique monétaire se transmet à la fois par le biais des taux d'intérêt et des taux de change. Et à mesure que le degré d'ouverture augmente, le canal du taux de change devient de plus en plus important. Dans un modèle-type d'économie fermée, une politique monétaire restrictive opère par une augmentation des taux d'intérêt, qui entraîne une réduction des dépenses sensibles au loyer de l'argent. La plupart du temps, l'attention porte sur les dépenses d'investissement, la construction résidentielle et la consommation de biens durables. De plus, les dépenses d'autres biens de consommation sont réduites par le biais de l'effet de richesse, du moins dans un monde où les actifs à long terme et à taux d'intérêt fixes prédominent<sup>50</sup>.

---

49. Banque des Règlements Internationaux (1986).

50. Dans un monde caractérisé par des plafonds du type «règlement Q», il y aurait désintermédiation et rationnement du crédit par les institutions financières.

Dans le modèle d'une économie ouverte avec taux de change flexible, le durcissement de la politique monétaire tend à renchérir la devise nationale et le loyer de l'argent<sup>51</sup>. Il en résulte une diminution des exportations vers l'étranger et un réaménagement des dépenses des résidents en faveur des importations<sup>52</sup>. De plus, l'appréciation de la devise exerce un impact direct sur les prix, particulièrement dans le cas d'une petite économie ouverte où les prix des exportations et des importations sont très sensibles aux mouvements des taux de change<sup>53</sup>.

Même si le mécanisme par lequel se transmet la politique monétaire dans une économie ouverte en régime de taux de change flexible diffère du modèle classique traditionnel d'une économie fermée, il reste que la différence n'est pas en elle-même très importante<sup>54</sup>. Ce qui a inquiété cependant certains observateurs, c'est que les taux de change ont réagi à d'autres facteurs que la politique monétaire, et que les balances commerciales des plus grands pays industrialisés ont subi de fortes fluctuations au cours des années 80. Ces développements ont donné lieu à des pressions pour renforcer la législation protectionniste et à des propositions favorisant le retour de l'économie mondiale à des taux de change fixes.

Outre la politique monétaire, les sources importantes des fluctuations des taux de change au cours des dernières années comprennent la politique budgétaire, les changements des termes de l'échange et des mouvements de nature aléatoire ou spéculative. En ce qui concerne la politique budgétaire — et les États-Unis en sont le meilleur exemple au cours des années 80 — le secteur extérieur a fait figure de soupape de sûreté en amoindissant l'effet de l'expansionnisme budgétaire sur la demande américaine de biens et de services. C'est que l'appréciation du dollar américain a permis de diffuser les effets de la poussée de la demande américaine au reste du monde<sup>55</sup>. Malheureusement, un développement secondaire au cours de cette période aux États-Unis fut la montée du protectionnisme alors que les industries exportatrices attribuaient leurs problèmes à une concurrence internationale déloyale plutôt qu'au gonflement du déficit budgétaire américain.

Des changements substantiels des termes de l'échange tendent à produire une évolution favorable du taux de change. À titre d'exemple, une augmentation des

---

51. Dornbusch (1976) et Frankel (1979).

52. Dans certains modèles, l'accent est mis sur la réaction de l'offre. La distinction entre les biens qui font partie du commerce international et ceux qui en sont exclus devient la distinction fondamentale.

53. Dans le cas de pays qui durcissent simultanément leur gestion monétaire, les taux de change demeureront plus ou moins inchangés et la politique monétaire va surtout se répercuter par le canal des taux d'intérêt et du coût du capital.

54. Cependant, les industries exportatrices se plaignent quand la monnaie nationale s'apprécie, comme d'ailleurs les industries qui produisent des biens sensibles au loyer de l'argent quand les taux d'intérêt augmentent. La littérature récente, qui analyse l'impact des économies d'échelle et des coûts de démarrage, entre autres, sur l'offre internationale de biens, s'est aussi inquiétée de l'impact de mouvements importants des taux de change. Voir: Krugman (1989) et Harris (1989).

55. Bien que cet effet ait été vu d'un bon oeil au début des années 80 alors que l'économie mondiale se remettait d'une récession, les pressions à la hausse sur les prix des pays qui faisaient face à une dépréciation de leur monnaie n'ont pas laissé d'inquiéter.



cours mondiaux des produits de base donne lieu à une appréciation de la devise du producteur de matières premières. L'accroissement des revenus réels suscité par le renchérissement des cours des produits de base se transmet alors à toute l'économie. Cela a aussi tendance à modérer les pressions sur la demande qui autrement se seraient immiscées dans l'économie. Par la même occasion, le changement du taux de change va affecter la compétitivité des producteurs des biens exportés dont les prix n'ont pas augmenté, de même que celle des biens substitués aux produits importés, notamment les produits manufacturés. Les producteurs de ces biens vont naturellement attribuer leurs problèmes à la hausse du taux de change plutôt qu'à un facteur plus fondamental, à savoir les effets réels d'une hausse générale des cours des produits de base.

Il convient de souligner que, dans plusieurs modèles de petites économies ouvertes en régime de taux de change flexible, l'ajustement à long terme à des chocs s'effectue entièrement par le canal des taux de change réels puisque les taux d'intérêt réels sont censés converger à l'échelle internationale à long terme. Cependant, à court et à moyen terme, les taux d'intérêt et les taux de change entrent en jeu tous les deux, puisque les taux d'intérêt réels peuvent différer entre pays si l'on s'attend à des changements des taux de change réels.

Jusqu'ici, j'ai analysé les effets sur le taux de change de changements dans la politique monétaire, la politique budgétaire<sup>56</sup> et les termes de l'échange, m'appuyant dans ce dernier cas sur l'exemple d'une modification du rapport entre les cours des produits de base et les prix des biens manufacturés. Dans tous ces cas, le taux de change qui en résulte sert à transmettre le changement de la politique, comme dans le cas de la politique monétaire, ou à modérer l'impact du choc sur l'économie. Un autre cas est celui d'un mouvement exogène du taux de change. Cela peut être causé par des mouvements aléatoires, par des bulles, par un comportement spéculatif, par des surs réactions ou par des réaménagements de portefeuille. De tels chocs auront des effets sur la demande globale et les prix aussi bien que sur les industries de fabrication de biens transigés à l'échelle internationale. Dans pareilles circonstances, les industries touchées exigeront aussi que la politique monétaire agisse de manière à éviter les effets qui causent des problèmes.

Ces développements peuvent être présentés dans un contexte plus large. À la suite de mouvements du taux de change causés par des facteurs connus ou inconnus, quelle doit être la réaction de la politique monétaire? À un extrême, on suggère que la politique monétaire maintienne le taux de change inchangé quelle que soit la nature du choc. Cependant, comme on l'a expliqué plus haut, le taux de change sert d'amortisseur dans plusieurs circonstances. Toute tentative de stabiliser le taux de change dans pareilles situations ferme la soupape de sûreté qui est requise pour amoindrir les pressions intérieures qui s'exercent sur la demande et sur les prix à la suite de ces chocs. Imaginons, à titre d'exemple, ce qui serait arrivé aux États-

---

56. Les effets des autres chocs sur la demande intérieure peuvent être traités de la même façon qu'une modification de la politique budgétaire.

Unis au cours de la première moitié des années 80 si la politique monétaire avait maintenu le taux de change constant malgré la très vive expansion budgétaire. Il aurait alors fallu, pour empêcher l'appréciation du dollar, encourager une baisse beaucoup plus importante des taux d'intérêt avec, pour résultat, des pressions accrues sur les agrégats monétaires et, par conséquent, sur les prix.

Lorsque les chocs exogènes des taux de change proviennent du phénomène de substituabilité de portefeuille ou d'un comportement purement aléatoire, on pourrait avancer que l'impact du changement du taux de change sur la demande devrait être pris en compte par la politique monétaire, tout particulièrement si la modification du taux de change est jugée durable. Par exemple, si la devise s'est dépréciée de façon exogène, la politique monétaire se devrait d'encourager un mouvement à la hausse des taux d'intérêt. Cette prescription peut s'envisager comme le moyen d'atteindre une cible monétaire donnée. Car, d'une part, la dépréciation de la devise tendra à causer une hausse de la dépense et des prix, ce qui exercera des pressions à la hausse sur l'agrégat monétaire; tandis que, d'autre part, la hausse des taux d'intérêt ralentira la croissance de cet agrégat et de façon directe, car la demande de monnaie est une fonction décroissante des taux d'intérêt, et de façon indirecte, car le renchérissement du loyer de l'argent ralentira la progression de la demande globale et des prix<sup>57</sup>. Pour ceux qui favorisent davantage la dépense nominale comme guide de la politique, l'argument serait que l'augmentation des taux d'intérêt compenserait les pressions qu'exerce la dépréciation sur la demande globale, ce qui laisserait la dépense à peu près inchangée.

Dans l'analyse que j'ai effectuée jusqu'ici, j'ai parlé des avantages pour une économie individuelle d'avoir un taux de change flexible, notamment quand les chocs proviennent de modifications des termes de l'échange ou de la demande globale plutôt que de mouvements exogènes du taux de change lui-même. Il y a deux autres approches à ces sujets qui doivent être examinées. La première fait ressortir les avantages que peut retirer une petite économie lorsque sa devise est liée à celle d'un partenaire de plus grande taille. La seconde se place dans la perspective de l'économie mondiale et encourage la coopération et la coordination de façon à minimiser les effets de débordement des chocs propres à un pays particulier.

Les arguments pour ou contre un taux de change fixe pour une petite économie ouverte sont d'abord considérés. Il y a deux aspects que je voudrais faire ressortir. Premièrement, une petite économie qui lie son taux de change à celui d'un partenaire important ou à un panier de devises d'un certain nombre de pays doit faire sien le taux d'inflation de son partenaire ou encore la moyenne des taux d'inflation de ses partenaires. Deuxièmement, advenant des chocs réels sur les termes de l'échange, l'ajustement de son taux de change réel doit s'opérer par un changement du rapport entre ses prix intérieurs et ceux de ses partenaires plutôt que par un changement dans son taux de change nominal. Examinons ces questions plus en profondeur.

---

57. Duguay (1980) et Freedman (1982).

Dans un monde où règne la substituabilité parfaite des actifs, où il n'existe aucun contrôle de changes et où les taux de change sont fixes, une petite économie n'a à toute fin pratique aucune autonomie monétaire<sup>58</sup>. En fait, le pays renonce à sa capacité d'influencer ses propres variables nominales en échange du taux d'inflation de son partenaire. Une telle décision est d'autant plus justifiée que la confiance est élevée à l'endroit de la banque centrale du pays auquel la monnaie nationale est liée et que les chocs qui se présentent dans les deux pays se ressemblent. Dans le cas de l'Union monétaire européenne, les autres pays se sont trouvés à importer la crédibilité de la Bundesbank en liant leur devise au mark allemand. Et, au fil du temps, il s'est produit effectivement une convergence des taux d'inflation des pays qui ont associé leur devise au mark.

Bien qu'à long terme le taux d'inflation d'un petit pays soit lié à celui de son partenaire, cela ne se produira pas nécessairement à court terme dans deux situations. La première est celle où le petit pays fixe son taux de change à un niveau autre que son taux d'équilibre. Si le taux de change est établi au-dessus (au-dessous) de son niveau d'équilibre, le pays sera confronté à un déficit (surplus) de son compte courant et à une demande globale faible (forte), cela aussi longtemps que son niveau de prix n'aura pas retrouvé, en diminuant (augmentant), une relation appropriée avec celui de son partenaire. La seconde situation est celle où le petit pays est confronté à un choc de demande globale dont son partenaire est exempt. Considérons, à titre d'exemple, un choc expansionniste. S'il y a parfaite substituabilité internationale entre les biens et les services, le choc se traduira strictement par un déficit commercial. De façon plus réaliste, s'il existe une substituabilité imparfaite entre les biens nationaux et les biens étrangers, la petite économie sera confrontée à une période de demande globale relativement élevée et de prix croissants en regard de son partenaire, ce qui donnera lieu à un déficit commercial. A un moment donné, la petite économie devra connaître une période de demande et de taux d'inflation plus faibles que ceux de son partenaire de façon à réaligner son niveau de prix sur celui du partenaire. Cela pourrait se révéler un processus difficile, notamment si le partenaire se rapproche d'une situation de stabilité des prix. Certes, une dépréciation nominale ponctuelle de la devise offrirait une solution simple au problème, mais le petit pays se retrouverait alors dans un régime de parités ajustables et de mouvements spéculatifs périodiques contre sa monnaie, et il bénéficierait beaucoup moins de la crédibilité de son partenaire.

Un cas encore plus important est celui de chocs externes importants qui sont spécifiques à un petit pays et qui n'affectent pas le partenaire potentiel. Un exemple type est celui d'un changement des prix des produits de base par rapport aux prix des biens manufacturés. Dans pareil cas, comme cela a été discuté plus haut, la modification du taux de change peut servir à modérer les pressions qui s'exercent sur la demande globale, en plus de diffuser les coûts et les bénéfices de la variation des prix des produits de base à travers toute l'économie et d'amener le taux de

---

58. Mundell (1963).

change réel vers son niveau d'équilibre. Certes, même en régime de taux de change flexible, l'ajustement n'est pas des plus simples. Il y a toujours un risque que la dépréciation de la monnaie qui résulte d'un choc défavorable sur les termes de l'échange dégénère en spirale salaires-prix. De plus, les taux de change flexibles vont parfois s'éloigner de l'équilibre plutôt que de s'en approcher. Il reste que, dans le cas d'une économie sujette à des chocs externes périodiques importants qui lui sont spécifiques et qui n'affectent pas son partenaire potentiel, on peut difficilement défendre que les taux de change fixes domineront les taux de change flexibles<sup>59</sup>.

Les arguments pour ou contre la coopération et la coordination internationales ont été exposés par d'autres auteurs et il n'est point besoin de les répéter en détail ici<sup>60</sup>. Il y a quatre points importants dans ce débat. Premièrement, le partage coopératif de l'information mettant les pays au courant des évolutions de la conjoncture et des politiques est évidemment fort utile. Cela augmentera la probabilité que les pays prennent en compte les effets de débordement lorsqu'ils planifient leurs propres politiques et que les incohérences entre pays dans la poursuite d'objectifs soient évitées, comme ce serait le cas, par exemple, si les pays projetaient des taux de change ou des soldes courants incompatibles. De plus, si des discussions ont lieu sur les conséquences des mesures de politique économique pour chaque pays et ses partenaires et qu'elles permettent d'améliorer les politiques nationales, cela est également fort utile.

Deuxièmement, dans un contexte marqué par l'incertitude quant à la conjoncture et au modèle économique idéal, il est peu probable qu'une tentative de réglage fin des politiques internationales aura plus de succès qu'une tentative analogue sur la scène nationale<sup>61</sup>.

Troisièmement, quelques défenseurs de la coordination ont avancé que la stabilité des taux de change était un élément clé de l'exercice<sup>62</sup>. Évidemment, le recours à la politique monétaire pour stabiliser les taux de change comme le suggèrent ces auteurs soulève la question du point d'ancrage pour le système dans son ensemble. S'il n'existe pas, il y a risque de taux d'inflation mondial plus élevé<sup>63</sup>.

Quatrièmement, comme cela a été mentionné plus haut, les changements de taux de change peuvent contribuer à faire converger les pays vers leur nouvel

---

59. À ce sujet, il convient d'évoquer la littérature ayant trait aux zones optimales de devises, qui met l'accent sur la mobilité des travailleurs, le degré d'ouverture de l'économie, la nature des chocs et la flexibilité des salaires réels. Consulter à cet effet Mundell (1961), McKinnon (1963), Ishiyama (1975) et Tower et Willett (1976).

60. Frenkel, Goldstein et Masson (1988) et Feldstein (1988).

61. Frankel et Rockett (1988)

62. Williamson et Miller (1987).

63. Rogoff (1985). Voir aussi Williamson et Miller (1987) et Frankel (1989) pour une discussion de l'utilité du ciblage du Pnb nominal comme point d'ancrage dans le contexte d'un exercice de coordination.

équilibre quand les chocs sur les termes de l'échange sont importants et persistants. Dans de telles circonstances, toute tentative de stabiliser les taux de change pourrait les éloigner de l'équilibre plutôt que de les en rapprocher. À l'inverse, dans une situation de spéculation temporaire sur le taux de change, il est alors tout à fait approprié de recourir à une politique d'intervention et à une politique monétaire stabilisatrice. Je conclurai en disant que, bien qu'il existe des avantages à échanger de l'information et à prendre en compte les développements dans les autres pays pour formuler sa propre politique, il n'en demeure pas moins qu'il existe des risques non négligeables à progresser davantage vers un monde de coordination poussée des politiques.

### *La gestion de la politique monétaire des années 90*

Dans les sections antérieures, j'ai affirmé que les banques centrales seraient confrontées à une incertitude continue ou périodique quant à la stabilité des agrégats financiers, cela tant et aussi longtemps que la déréglementation se poursuit dans certains pays et que les innovations technologiques et la réduction du coût des communications permettent aux institutions d'offrir de nouveaux produits et d'inventer de nouvelles techniques d'opération. J'ai aussi avancé qu'il y avait une augmentation de la substituabilité internationale des actifs dans plusieurs pays, et qu'elle allait se poursuivre car les marchés deviendront plus interreliés en raison des opérations des grandes banques et des maisons de courtage, mais aussi à cause de l'élargissement des horizons des prêteurs et des emprunteurs. L'abolition des contrôles restants sur les changes et les capitaux augmente la probabilité d'un tel événement<sup>64</sup>. Finalement, les banques centrales qui choisissent un régime de taux de change fixe dans un monde caractérisé par l'absence de contrôles des changes et par un degré élevé de substituabilité des actifs auront peu d'autonomie au plan de leur politique monétaire; celle-ci devra se confondre en fait avec celle du grand pays auquel elles ont lié leur monnaie<sup>65</sup>.

On peut se demander comment peut être gérée la politique monétaire par la banque centrale d'une petite économie en régime de taux de change flexible ou par celle d'un grand pays auquel un groupe de pays ont rattaché leurs monnaies. Pour répondre à cette question, je vais énoncer les propositions suivantes, basées en partie sur les leçons des années 70 et 80.

*(1) Il est important que les autorités s'engagent à poursuivre à long terme un objectif ultime clairement défini en fonction d'une variable nominale qui leur tienne lieu de point d'ancrage. La stabilité des prix est l'objectif le plus approprié. Puisque les attentes inflationnistes tendent à être rigides, il ne sera pas facile d'atteindre la stabilité des prix, à partir d'une situation initiale d'inflation. Dans ce contexte, établir solidement sa crédibilité sera important.*

64. Bryant (1987) affirme que même si le monde se dirige de plus en plus vers une substitution accrue des actifs, le paradigme de la substitution parfaite n'est pas applicable à l'échelle internationale.

65. Les petits pays pourraient influencer les politiques des grands pays dans de telles circonstances. Ils pourraient aussi avoir leur mot à dire au chapitre de la gestion de la banque centrale commune de la zone de devises.

*(2) Les agrégats financiers garderont probablement leur pertinence dans la plupart des pays comme guide de la politique ou comme variable d'information, mais leur rôle sera moins important qu'il ne l'a été lorsqu'on les utilisait comme objectifs intermédiaires dans les années passées, cela en raison de la déréglementation et des innovations.*

*(3) La politique monétaire est mal équipée pour s'attaquer aux problèmes de déséquilibre des comptes courants et d'accumulation de dettes intérieure et extérieure.*

*(1) L'importance d'un engagement ferme à réaliser la stabilité des prix à long terme*

En l'absence d'un agrégat monétaire qui puisse bien performer comme cible, les banques centrales devront établir et maintenir leur crédibilité en se fixant des objectifs qu'on les croit capables de réaliser et en progressant vers eux. Une façon utile pour une banque centrale d'établir sa crédibilité est d'annoncer un objectif de stabilité des prix à long terme et de le respecter. L'atteinte d'un tel objectif serait la contribution de la politique monétaire à l'amélioration de la performance de l'économie<sup>66</sup>. Cette approche comporte en plus l'avantage d'établir un objectif à long terme sur lequel la banque centrale doit porter son attention même en établissant sa politique à court et à moyen terme. Cela donne à la banque centrale un point de repère<sup>67</sup> lors des débats sur la politique monétaire et assure que la banque centrale aura une perspective à long terme dans la formulation de sa politique. Au fur et à mesure que la banque centrale progresse vers la stabilité des prix, elle voit sa crédibilité s'accroître et il lui devient plus facile de s'approcher encore plus de cet objectif.

Malgré sa pertinence comme objectif à long terme de la politique monétaire, il est probable que des critiques seront formulées à l'endroit de l'objectif de stabilité des prix. Certains affirmeront qu'une banque centrale doit maintenir l'inflation à un taux constant et pleinement anticipé, qui sera simplement celui qu'on observe couramment, quel qu'en soit le niveau. D'autres soutiendront que la stabilité des prix est un objectif inapproprié parce qu'il est trop difficile de réduire l'inflation du fait de la ténacité des attentes inflationnistes ou parce qu'une telle politique aurait des effets trop dommageables sur les régions les moins favorisées du pays<sup>68</sup>. Les adeptes de la politique de stabilité des prix pourront répondre qu'étant donné ses instruments il est naturel qu'une banque centrale essaie d'atteindre un objectif portant sur un agrégat nominal, que la stabilité des prix est un objectif à long terme très approprié dans une économie basée sur la monnaie et le système des prix puisqu'elle connaîtra sa meilleure performance dans de telles circonstances, et qu'il ne serait pas possible d'atteindre un taux d'inflation constant et pleinement anticipé qui soit différent de zéro.

---

66. Crow (1988).

67. Bouey (1982).

68. Lucas (1989).

(2) *Un rôle pour les agrégats financiers dans un monde d'innovations financières*

Même si l'on admet que la stabilité des prix est la cible à long terme de la politique monétaire, une banque centrale peut encore préférer disposer d'un objectif intermédiaire pour l'aider à gérer sa politique à moyen terme. Malheureusement, un certain degré d'éclectisme ou de jugement sera requis à ce sujet au cours des prochaines années. Je doute que les agrégats monétaires puissent servir des cibles intermédiaires formelles dans le contexte caractérisé par les innovations financières qui persistera au cours des prochaines années. Cela ne signifie pas que chaque pays doive cesser d'annoncer des objectifs précis pour ses agrégats financiers. Il reste cependant que, même si un pays a de tels objectifs, ils ne joueront pas un rôle aussi important que par le passé au plan de la gestion de la politique monétaire et qu'ils représenteront seulement quelques variables parmi bien d'autres sur lesquelles la banque centrale concentrera son attention à moyen terme.

À mon point de vue, au cours des prochaines années, les agrégats financiers devraient faire figure de *guides* de la politique plutôt que d'objectifs formels. La distinction entre ces deux concepts — guide et objectif formel — en est une de degré plutôt que de nature<sup>69</sup>. Pour qu'une banque centrale puisse utiliser un agrégat comme objectif intermédiaire, elle doit avoir la capacité et la volonté d'atteindre le taux de croissance annoncé de cet agrégat dans la plupart des circonstances. Sinon, il y aura perte de confiance dans l'agrégat choisi et, peut-être, perte de crédibilité de la banque centrale elle-même.

Quelles sont les conditions qui doivent être réalisées pour qu'un agrégat puisse servir d'objectif formel dans un monde où le but de la politique monétaire consiste, premièrement, à réduire progressivement le taux d'inflation et, deuxièmement, à maintenir la stabilité des prix une fois qu'elle est atteinte? En premier lieu, une relation stable doit exister entre l'agrégat monétaire choisi et une variable-objectif ultime, en l'occurrence la dépense nominale ou les prix. En second lieu, si l'agrégat choisi s'éloigne du sentier de croissance recherché, la banque centrale devra pouvoir et vouloir y ramener l'agrégat dans une période qui ne soit pas démesurément longue. En troisième lieu, sur le sentier de la désinflation, il serait utile que l'agrégat retenu voit son taux de croissance diminuer de façon monotone. Examinons ces trois points tour à tour.

La question de la stabilité d'une relation en est une de jugement. Est-ce que l'on considère la relation comme suffisamment stable pour qu'on n'ait pas à rajuster fréquemment la fourchette de croissance en raison des chocs que subit l'agrégat monétaire, qu'ils soient causés par les perturbations normales de cette relation ou par des innovations financières? Certes, si l'on doit rajuster la fourchette trop fréquemment, l'agrégat visé va perdre rapidement son bien-fondé comme guide de la

---

69. Les prochains paragraphes empruntent beaucoup à un article de Freedman (1989). Pour une discussion générale des questions soulevées par les objectifs intermédiaires et les variables d'information, consulter B. Friedman (1988c).

politique monétaire pour les autorités. De plus, il ne pourra aider le public à évaluer la politique et à formuler ses anticipations à l'endroit des développements futurs.

On établit généralement la stabilité de la relation entre l'agrégat financier et la dépense nominale en se basant sur la performance des équations de demande de monnaie ou des équations de forme réduite. Or, comme je l'ai mentionné antérieurement, il semble que dans plusieurs pays la performance de ces équations n'ait pas été assez bonne au cours des dernières années, ou ne le sera pas assez au cours des prochaines, pour satisfaire aux exigences rigoureuses que doit remplir une cible.

La seconde caractéristique d'un objectif formel de la politique, par comparaison à une variable qui ne sert que de guide, a trait à la capacité et à la volonté des autorités de corriger rapidement toute divergence entre l'agrégat et l'objectif qui serait causée, par exemple, par une croissance excessivement élevée de la dépense. Cependant, l'analyse des propriétés des agrégats définis au sens large qui sont des candidats potentiels au rôle des cibles intermédiaires révèle que, si une banque centrale les poursuit comme objectifs et désire les voir retourner sur leurs sentiers de croissance à la suite d'une accélération non désirée, il serait souhaitable que le retour se fasse graduellement.

Deux arguments appuient cette conclusion. Premièrement, il se peut que la banque centrale ne puisse pas contrôler ces agrégats sur une très courte période de temps sans provoquer des fluctuations très marquées des taux d'intérêt. Deuxièmement, l'impact des taux d'intérêt sur les agrégats définis au sens large se fait sentir sur une période d'une ou deux années et surtout par les effets indirects, c'est-à-dire par les effets induits sur la demande globale, et moins par les effets directs des taux d'intérêt sur les montants désirés de dépôts. Cela contraste avec l'expérience des agrégats définis au sens étroit, pour lesquels les effets directs des taux d'intérêt, sur le même horizon d'un à deux ans, ont tendance à dominer les effets indirects qui se manifestent par des changements de production et de prix. La façon appropriée de réagir à une accélération des agrégats induite par la dépense est de resserrer la politique monétaire suffisamment pour que la combinaison des effets directs de l'augmentation des taux d'intérêt et des effets indirects de la baisse de la dépense nominale — causée par la combinaison de taux d'intérêt plus élevés et de taux de change plus ferme qui résulte du durcissement de la gestion monétaire — ramène l'agrégat monétaire à l'intérieur de la fourchette de croissance désirée. Mais, en raison de l'ajustement retardé de la dépense nominale aux variations de taux d'intérêt, les agrégats monétaires définis au sens large divergeront plus longtemps de leur fourchette que les agrégats définis au sens étroit.

La troisième règle ou caractéristique utile pour un objectif formel est que l'agrégat financier suive une trajectoire monotone décroissante durant la période de désinflation. On n'obtiendra pas nécessairement ce résultat lorsque l'on poursuit une cible basée sur un agrégat monétaire. La principale raison en est que l'agrégat peut avoir une certaine élasticité aux taux d'intérêt. Cela soulève une fois de plus le problème du «dérapage», c'est-à-dire celui de la hausse temporaire du taux de croissance des agrégats monétaires sensibles aux taux d'intérêt, hausse qui suit la



diminution des taux d'intérêt engendrée par la désinflation. Ce problème est moins important pour les agrégats monétaires définis au sens large que pour ceux définis au sens étroit.

Effectivement, la simulation de divers sentiers déflationnistes indique que les scénarios incorporant, comme cela est préférable, des trajectoires assez régulières pour les variables-objectifs n'impliquent pas habituellement une décroissance monotone du côté des agrégats monétaires. À l'inverse, un mouvement de décroissance régulière pour les agrégats monétaires donne lieu généralement à des cycles très prononcés pour la dépense, la production et l'inflation.

Utiliser un agrégat financier comme un guide (parmi d'autres) de la politique requiert moins de conditions que de l'employer comme objectif intermédiaire formel. Plutôt que de rechercher une fonction de demande dont l'ajustement statistique est stable et précis, on exige alors seulement que l'agrégat fournisse des renseignements utiles sur la croissance de la dépense nominale, de la production ou des prix<sup>70</sup>. On met alors l'accent sur l'information que véhiculent les divers agrégats, à la fois monnaie et crédit, dans leur capacité de prédire les mouvements futurs de la dépense nominale, de la production et des prix<sup>71</sup>. Cette approche non structurée aux données statistiques conduit à la recherche des régularités empiriques, coïncidentes et avancées, entre les agrégats et les variables-objectifs. On vise alors à déterminer si les agrégats peuvent être utiles pour signaler une augmentation excessivement rapide de la dépense nominale et des prix ou une chute soudaine de la dépense nominale.

Plus généralement, on peut imaginer que la politique monétaire se transmet de la façon suivante. Le but essentiel de la politique monétaire est la stabilité des prix. Tout en progressant vers ce but, la banque centrale examine plusieurs variables, telles que la croissance de la dépense nominale et des agrégats financiers, le comportement des salaires et des prix et les pressions de la demande globale sur les capacités de production de l'économie. Dans ce contexte, le rôle des agrégats monétaires est double. Premièrement, ils fournissent des renseignements importants, en plus de ceux qui émanent d'autres sources, sur la dépense et l'inflation. Deuxièmement, les agrégats monétaires peuvent servir à vérifier l'orientation de la politique monétaire, c'est-à-dire qu'ils doivent être examinés fréquemment et attentivement pour juger des actions à prendre. À certains moments, cela va de soi, une réaction à la croissance excessivement rapide ou excessivement lente de l'agrégat peut ne pas être requise si l'on juge que c'est un facteur «spécial» qui influe sur la croissance de l'agrégat. Mais, en d'autres circonstances, les agrégats peuvent signaler que la croissance de la demande globale est plus vigoureuse ou plus lente que prévu et qu'un ajustement de la politique est alors nécessaire.

---

70. L'agrégat peut être un indicateur avancé soit parce qu'il devance la variable-objectif sur le plan statistique, soit parce qu'il a un comportement coïncident mais qu'il est publié avant la variable-objectif.

71. Pour ce qui concerne le Canada, consulter: Hostland, Poloz et Storer (1988) Milton (1988) et Muller (1989). Pour une vue pessimiste de la situation américaine, voir B. Friedman (1988a).

Les événements survenus au Canada en 1987 et 1988 démontrent que les agrégats monétaires peuvent offrir une contribution utile à la formulation de la politique monétaire. Au cours de ces deux années, il devint clair que la croissance de la dépense nominale était beaucoup plus vigoureuse que prévu. En conséquence, la gestion monétaire fut resserrée progressivement pendant la majeure partie de la période<sup>72</sup>. L'un des principaux éléments d'information qui a motivé la décision de resserrer la politique monétaire fut initialement l'accélération de la croissance de M2 et d'une mesure plus globale, M2+, et ensuite la persistance de la croissance rapide de ces agrégats. Ainsi, l'évolution de M2 et de M2+ a fourni des indications utiles sur les changements futurs de la dépense nominale. Je m'empresse d'ajouter que de tels signaux sont évalués à la lumière d'une variété d'autres sources d'information de nature financière et non financière et que les agrégats monétaires eux-mêmes doivent être examinés de près pour juger si des facteurs spéciaux identifiables n'ont pas influencé leur rythme de croissance.

On a avancé que l'examen d'un trop grand nombre d'indicateurs était la recette d'une mauvaise politique, qu'il ne donne pas des points de repère précis à la banque centrale pour faire face aux pressions qui s'exercent à court terme et qu'une telle procédure nous ramènera probablement à la situation insatisfaisante de la fin des années 60 et 70 avec le risque d'une résurgence de taux inacceptables d'inflation. À cela je réponds qu'il existe des différences significatives entre les années 60 et 90, dont la plus importante a trait aux leçons tirées des années 70 et 80. Premièrement, les variables sur lesquelles les banques centrales portent maintenant leur attention sont des agrégats nominaux, non pas nécessairement comme objectifs ou cibles peut-être, mais certainement comme ingrédients de la politique. Le risque de viser seulement des variables réelles telles que le taux de chômage, le taux d'utilisation du potentiel productif, ou la croissance de la production est maintenant bien compris. Et en continuant de porter une grande attention aux agrégats financiers qui ont des propriétés d'indicateurs avancés, en plus de considérer la dépense nominale, les salaires<sup>73</sup> et les prix, on peut espérer éviter les pressions cumulatives à la hausse sur l'inflation comme celles qui peuvent apparaître lorsque l'on cible une variable réelle.

Une autre leçon apprise est l'importance d'agir à temps. On doit agir rapidement pour éviter les pressions à la hausse sur l'inflation et ne pas attendre que les statistiques montrent les signes d'une accélération, parce qu'alors l'inflation risque de s'installer pour de bon. Ici encore, il est utile de mettre l'accent sur des indicateurs avancés et même sur la dépense nominale. Ainsi, on doit prendre au sérieux une accélération ou une croissance élevée et persistante des agrégats qui représentent des indicateurs avancés de la dépense et des prix, si on juge, bien sûr, que ces agrégats n'ont pas un comportement inhabituel. En fait, on doit garder

---

72. À la suite du krach boursier d'octobre 1987, la politique monétaire fut assouplie pendant une courte période de temps.

73. Même si l'on sait que les salaires sont des indicateurs retardés.

l'attention sur toutes les variables susceptibles de fournir de l'information sur l'évolution de l'inflation. Si toutes, ou presque toutes ces variables pointent dans la même direction, c'est alors un signal clair que la politique monétaire doit demeurer restrictive ou le devenir encore plus. Par ailleurs, quand l'information est ambiguë, il est plus difficile de prendre une décision et on doit procéder avec prudence. Le comportement des banques centrales durant les années 1987 et 1988 démontre que la leçon sur l'importance d'agir à temps a été bien comprise.

*(3) La politique monétaire est mal équipée pour corriger les déséquilibres des comptes courants et l'accumulation de dettes intérieure et extérieure*

On se demande souvent dans quelle mesure les banques centrales doivent prendre en considération dans la formulation de leur politique des problèmes tels que le poids des dettes nationales et internationales et les déséquilibres commerciaux. Selon l'optique que j'ai adoptée dans ce texte, je pense que l'accumulation d'endettement qui est à la base de cette préoccupation peut affecter potentiellement la politique monétaire de deux façons. Premièrement, si l'accumulation des dettes était susceptible de provoquer une crise dans un marché financier particulier qui soit susceptible de se répercuter sur les autres marchés, les banques centrales seraient alors les pourvoyeurs ultimes des liquidités nécessaires pour prévenir la contagion. Une telle approche fut adoptée en octobre 1987 alors que les bourses dégringolaient. Deuxièmement, comme je l'ai mentionné plus haut, l'effet d'un changement donné des taux d'intérêt et des taux de change sur la dépense peut parfois dépendre de façon significative de l'état des bilans des ménages et des corporations. Par conséquent, une trajectoire donnée de la dépense ou d'un agrégat monétaire peut être réalisée au moyen de changements très différents des taux d'intérêt et des taux de change, selon l'état des bilans des agents économiques<sup>74</sup>.

En ce qui concerne la possibilité de recourir à la politique monétaire pour améliorer le déficit courant de la balance des paiements, je suis d'avis qu'une telle politique est inappropriée. Premièrement, il est crucial que la politique monétaire reste axée sur son objectif prioritaire, la stabilité des prix. Deuxièmement, durant une période de lutte contre l'inflation, il se peut que la devise nationale s'apprécie temporairement, ce qui donne lieu à une détérioration du compte courant pendant un certain temps. Troisièmement, le compte courant est influencé de façon importante par la politique budgétaire et par des chocs sur l'épargne et l'investissement nationaux et étrangers. On ne peut pas et on ne doit pas demander à la politique monétaire de compenser les effets des politiques budgétaires sur le compte courant.

En conclusion, je résume le cadre d'analyse ébauché dans la présente section en rappelant que le but ultime de la politique monétaire est la stabilité des prix, qu'il

---

74. En termes du modèle simple IS-LM, ce que nous disons c'est qu'un changement de la pente de la courbe IS entraînera les taux d'intérêt sur des sentiers bien différents à la suite de perturbations particulières, pour des trajectoires données de la masse monétaire ou de la dépense nominale.

existe toute une gamme de variables (y compris tout particulièrement les agrégats monétaires) qui doivent guider la politique, mais qui ne peuvent être utilisées comme objectifs ou cibles intermédiaires, et enfin que la politique opère à travers les changements des taux d'intérêt et de taux de change. Je m'attends à ce qu'une variante de ce cadre d'analyse sera utilisée dans les années 90 par les pays qui n'auront pas choisi un régime de taux de change fixe.

## BIBLIOGRAPHIE

- AKHTAR, M.A. *Financial Innovations and their Implications for Monetary Policy: An International Perspective*, BIS Economic Papers no. 9: Banque des règlements internationaux, 1983.
- ALOGOSKOUFIS, G.S. «Monetary, Nominal Income and Exchange Rate Targets in a Small Open Economy», *European Economic Review*, 33 (4), (1989), pp. 687-705.
- ANDO, A., H. EGUCHI, R. FARMER et Y. SUZUKI (dir.), *Monetary Policy in our Times*. Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology Press, 1985.
- BALL, L., N.G. MANKIW et D. ROMER. «The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Tradeoff», *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), (1988), pp. 1-65.
- Banque des règlements internationaux. *Recent Innovations in International Banking*. Basle: Banque des règlements internationaux, 1986.
- BARRO, R.J., et D.B. GORDON. «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model», *Journal of Political Economy*, 91 (4), (1983), pp. 589-610.
- BERNANKE, B.S., et A.S. BLINDER. «Credit, Money, and Aggregate Demand», *American Economic Review*, 78 (2), (1988), pp. 435-9.
- BLACKBURN, K., et M. CHRISTENSEN. «Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence», *Journal of Economic Literature*, XXVII (1), (1989), pp. 1-45.
- BOOTHE, P., K. CLINTON, A. CÔTÉ et D. LONGWORTH. *Substituabilité internationale des actifs: théorie et vérification empirique au Canada*. Ottawa: Banque du Canada. 1985.
- BOUEY, G.K. *Monetary Policy - Finding a Place to Stand*. The 1982 Per Jacobsson Lecture. Washington: The Per Jacobsson Foundation, 1982.
- BRUNO, M., et J.D. SACHS. *Economics of Worldwide Stagflation*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1985.

- BRYANT R. *International Financial Intermediation*. Washington: The Brookings Institution, 1987.
- CARAMAZZA, F., K. CLINTON, A. CÔTÉ et D. LONGWORTH. *International Capital Mobility and Asset Substitutability: Some Theory and Evidence on Recent Structural Changes*, Technical Report 44, (1986), Ottawa: Banque du Canada.
- CARLSON, K.M. «How Much Lower Can the Unemployment Rate Go?» *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 70(4), (1988), pp. 44-57.
- CROW, J.W., «La politique monétaire à l'oeuvre au Canada», *Revue de la Banque du Canada*, février 1988, pp. 3-17.
- DARBY, M.R., A.R. MASCARO et M.L. MARLOW. *The Empirical Reliability of Monetary Aggregates as Indicators: 1983-1986*. Washington: U.S. Treasury, 1987.
- DORNBUSCH, R. «Expectations and Exchange Rate Dynamics», *Journal of Political Economy* 84(6), (1976), pp. 1161-76.
- DUGUAY, P. *Internal and External Considerations in the Implementation of Interest Rate Policy: The Canadian Experience*. Paper presented at the CEMLA Conference, Santo Domingo, Dominican Republic, 1980.
- FELDSTEIN, M.S. «The Budget Deficit and the Dollar», *NBER Macroeconomics Annual*, (1986), pp. 355-92.
- FELDSTEIN, M.S. «Rethinking International Economic Coordination», *Oxford Economic Papers* 40(2), (1988), pp. 205-19.
- FELLNER, W. «The Credibility Effect and Rational Expectations: Implications of the Gramlich Study», *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), (1979), pp. 167-78.
- FISCHER, S. «Wage Indexation and Macroeconomic Stability», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, (1977), pp. 107-47.
- FLEMING, J.M. «Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates», *IMF Staff Papers*, IX(3), (1962), pp. 369-79.
- FRANKEL, J.A. «On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials», *American Economic Review*, 69(4), (1979), pp. 610-22.
- FRANKEL, J.A. *A Modest Proposal for International Nominal Targeting (INT)*, NBER working paper no. 2849, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1989.
- FRANKEL, J.A., et K.E. ROCKETT. «International Macroeconomic Policy Coordination When Policymakers Do Not Agree on the True Model», *American Economic Review*, 78(3), (1988), pp. 318-40.
- FRANKEL, J.A., M. GOLDSTEIN, et P.R. MASSON. «International Coordination of Economic Policies: Scope, Methods and Effects», in *Economic Policy Coordination*. Washington: International Monetary Funds, (1988), pp. 149-92.

- FRANKEL, J.A., et A. RAZIN. «The Mundell-Fleming Model A Quarter Century Later», *IMF Staff Papers*, 34(4), (1987) pp. 567-620.
- FREEDMAN, C. *Monetary Aggregates as Targets: Some Theoretical Aspects*, Technical Report 27. Ottawa: Banque du Canada, 1981.
- FREEDMAN, C. «The Effect of U.S. Policies on Foreign Countries: The Case of Canada», in *Monetary Policy Issues in the 1980s*. Proceedings of a Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1982, pp. 97-118.
- FREEDMAN, C. «Financial Innovation in Canada: Causes and Consequences», *American Economic Review*, 73(2), (1983), pp. 101-6.
- FREEDMAN, C. «Quelques aspects de la titralisation», *Revue de la Banque du Canada*, janvier 1987, pp. 5-16.
- FREEDMAN, C. «Monetary Aggregates and Monetary Policy in the Medium Term», in J.M. Mintz and D.D. Purvis, eds., *Policy Forum on Macropolicy Issues in the Medium Term*. Kingston, Ontario: John Deutsch Institute for the Study of Economic Policy, Queen's University, 1989, pp. 61-7.
- FRIEDMAN, B.M. «Using a Credit Aggregate Target to Implement Monetary Policy in the Financial Environment of the Future», in *Monetary Policy Issues in the 1980s*. Proceedings of a Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1982, pp. 223-47.
- FRIEDMAN, B.M. «Monetary Policy Without Quantity Variables», *American Economic Review*, 78(2), (1988a), pp. 440-5.
- FRIEDMAN, B.M. «Lessons on Monetary Policy from the 1980s», *Journal of Economic Perspectives*, 2(3), (1988b), pp. 51-72.
- FRIEDMAN, B.M. *Targets and Instruments of Monetary Policy*, NBER working paper no. 2668. National Bureau of Economic Research, 1988c.
- FRIEDMAN, M. «Monetary Correction», in *Essays on Inflation and Indexation*. Washington: American Enterprise Institute, 1974, pp. 25-62.
- FRIEDMAN, M. «Monetarism in Rhetoric and in Practice», in A. Ando et al. (dir.), *Monetary Policy in Our Times*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1985, pp. 15-28.
- GIERSCH, H. «Index Clauses and the Flight Against Inflation», in *Essays on Inflation and Indexation*. Washington: American Enterprise Institute, 1974, pp. 1-23.
- GOLDFELD, S.M. «The Case of the Missing Money», *Brookings Papers on Economic Activity*, (3), (1976), pp. 683-730.
- GOODHART, C. «Financial Innovation and Monetary Control», *Oxford Review of Economic Policy*, 2 (4), (1986), pp. 79-101.
- GORDON, R.J. «Supply Shocks and Monetary Policy Revisited», *American Economic review*, 74(2), (1984), pp. 38-43.

- GORDON, R.J. «The Conduct of Domestic Monetary Policy», in A. Ando et al. (dir.), *Monetary Policy in Our Times*. MIT Press, 1985a, pp. 45-81.
- GORDON, R.J. «Understanding Inflation in the 1980s, *Brookings Papers on Economic Activity* (1), (1985b), pp. 263-99.
- GRAY, J.A. «Wage Indexation: A Macroeconomic Approach», *Journal of Monetary Economics*, 2(2), (1976), pp. 21-35.
- GREENWALD, B.C., et J.E. STIGLITZ. «Examining Alternative Macroeconomic Theories», *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), (1988), pp. 207-60.
- HARRIS, R.G. «The New Protectionism Revisited», *Revue canadienne d'économique* 22 (4), (1989), pp. 751-78.
- HELKIE, W.L., et P. HOOPER. *The U.S. External Deficit in the 1980s: An Empirical Analysis*, International Finance Discussion Paper 3041. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1987.
- HOOPER, P., et C.L. MANN. *The U.S. External Deficit: Its Causes and Persistence*, International Finance Discussion Paper 316. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 1987.
- HOSTLAND D., S. POLOZ et P. STORER. *An Analysis of the Information Content of Alternative Monetary Aggregates*. Technical Report 48, Banque du Canada, 1988.
- ISHIYAMA, Y. «The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey», *IMF Staff Papers*, 22(2), (1975), pp. 344-83.
- KRUGMAN, P. *Exchange-Rate Instability*. Lionel Robbins Lectures, MIT Press, 1989.
- DE LEEUW, F., et E.M. GRAMLICH. «The Channels of Monetary Policy», *Federal Reserve Bulletin*, 55(6), (1969), pp. 472-91.
- LONGWORTH, D.J. et S.S. POLOZ. *A Comparison of Alternative Monetary Policy Regimes in a Small Dynamic Open-Economy Simulation Model*. Technical Report 42, Banque du Canada, 1986.
- LUCAS, R.F. «The Bank of Canada and Zero Inflation: A New Cross of Gold?», *Canadian Public Policy*, XV (1), (1989), pp. 84-93.
- MANKIW, N.G. «Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective», *Journal of Economic Perspectives*, 3(3), (1989), pp. 79-90.
- MCCALLUM, B.T. «On Consequences and Criticisms of Monetary Targeting», *Journal of Money, Credit and Banking*, XVII (4-2), (1985), pp. 570-97.
- McKINNON, R.I., «Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, LIII(4), (1963), pp. 717-25.

- MILTON, L. *An Analysis of the Information Content of Alternative Credit Aggregates*. Technical Report 49, Banque du Canada, 1988.
- MOORE, G.R., R.D. PORTER et D.H. SMALL. *Modeling the Disaggregated Demands for M2 and M1 in the 1980s: The U.S. Experience*. Paper presented at the Federal Reserve Board Conference on Monetary Aggregates and Financial Sector Behavior in Interdependent Economies, Washington, D.C., 1988.
- MULLER, P. *Might Financial Aggregates Still Have a Role in Policy Formulation?* Communication au Congrès annuel de l'Association canadienne d'économie, Québec, 1989.
- MUNDELL, R.A. «A Theory of Optimum Currency Areas», *American Economic Review*, LI(4), (1961), pp. 657-65.
- MUNDELL, R.A. «Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), (1963), pp. 475-85.
- PATINKIN, D. *Money, Interest, and Prices: An Integration of Monetary and Value Theory* (Second Edition). New York: Harper and Row, 1965.
- PLOSSER, C.I. «Understanding Real Business Cycles», *Journal of Economic Perspectives*, 3(3), (1989), pp. 51-77.
- POOLE, W. «Monetary Policy Lessons of Recent Inflation and Disinflation», *Journal of Economic Perspectives*, 2(3), (1988), pp. 73-100.
- RASCHE, R.H. «M1 - Velocity and Money-Demand Functions: Do Stable Relationships Exist?», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 27, (1987), pp. 9-88.
- ROGOFF, K. «Can International Monetary Policy Be Counterproductive?», *Journal of International Economics*, 18(3/4), (1985), pp. 199-217.
- Rose, D.E. *Le TCNA au Canada: les concepts, les déterminants et les estimations*. Technical Report 50, Banque du Canada, 1988.
- SHILLER, R.J. «The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure», *Journal of Political Economy*, 87(6), (1979), pp. 1190-1219.
- SIMPSON, T.D. «Changes in the Financial System: Implications for Monetary Policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), (1984), pp. 249-65.
- TAYLOR, J.B. «Aggregate Dynamics and Staggered Contracts», *Journal of Political Economy*, 88(1), (1980), pp. 1-23.
- THIESSEN, G.G. «The Canadian Experience with Monetary Targeting», in P. Meek, ed., *Central Bank Views on Monetary Targeting*, Federal Reserve Bank of New York, (1983), pp. 100-4.



- TOBIN, J. «Stabilization Policy Ten Years After», *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), (1980), pp. 19-71.
- TOWER, E., et T.D. WILLETT. «The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility», in *Special Papers in International Economics*, 11, International Finance Section, Princeton University, 1976.
- WEINER, S.E. «The Natural Rate of Unemployment: Concepts and Issues», Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, (January 1986), pp. 11-24.
- WILLIAMSON, J., et M.H. MILLER. *Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*. Washington: Institute for International Economics, 1987.